

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم
تخصص : علوم اقتصادية

العنوان

أثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي لدول المغرب العربي
دراسة قياسية للفترة من 1990-2018

من إعداد:

سهيلة مواكبي

المناقشة بتاريخ 2021/07/18 من طرف اللجنة المكونة من:

رئيسا	جامعة الشلف	أستاذ	بن علي بلعزوز
مقررا	جامعة الشلف	أستاذ	محمد زيدان
مقررا مساعدا	جامعة الشلف	أستاذ محاضر أ	عبد الغني حريري
ممتحنا	جامعة الشلف	أستاذ محاضر أ	بولرياح بوخاري
ممتحنا	المركز الجامعي تيسمسيلت	أستاذ محاضر أ	عبد القادر بوكريد
ممتحنا	جامعة البليدة 2	أستاذ محاضر أ	بوبركر ساخي
ممتحنا	المركز الجامعي تيبازة	أستاذ محاضر أ	خديجة نسيلي

كلمة شكر

الحمد لله حمدا طيبا مباركا يليق بوجه وعظيم سلطانه في الأرض والسماء، الذي
أكرمنا بنعمة الإسلام ويسر لنا سبيل العلم، فله الحمد حتى يرضى وله الحمد بعد
الرضى.

أتقدم بجزيل الشكر إلى الأستاذ الدكتور محمد زيدان الذي تفصل بالإشرافه
على هذه الأطروحة والذي رافقني بتوجيهاته القيمة خلال كل مرحلة من مراحل
إنجاز هذا العمل.

كما نتقدم بجزيل الشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة
هذه الأطروحة.

كما نتقدم بالشكر لكل من له الفضل في إنجاز هذا العمل
داعين المولى عز وجل أن يوفق الجميع إلى ما يحبه ويرضاه.

إهداء

إلى من تقف الكلمات عاجزة عن شكرهما

الوالدين الكريمين... حفظهما الله وأطال في عمرهما

إلى إخوتي الأعزاء...

إلى أسرتي الكريمة

زوجي وأبنائي محمد يوسف، جنى ولجين

إلى كل الأحياء والأصدقاء...

فهرس المحتويات

كلمة شكر

الإهداء

فهرس المحتويات

قائمة الأشكال والجداول

مقدمة أ- هـ

46-01 الفصل الأول: أدبيات في سياسة التحرير المالي.....

02 تمهيد

03 المبحث الأول: من الكبح المالي إلى التحرير المالي

03 المطلب الأول: تعريف الكبح المالي وأشكاله

07 المطلب الثاني: ماهية سياسة التحرير المالي وإجراءاته

16 المطلب الثالث: تحليل Shaw و Mackinon لسياسة التحرير المالي

19 المبحث الثاني: العلاقة بين العولمة المالية وتحرير حساب رأس المال

19 المطلب الأول: مفهوم العولمة المالية وأسباب ظهورها

24 المطلب الثاني: تحرير حساب رأس المال وإجراءاته

29 المطلب الثالث: أشكال تدفقات رؤوس الأموال وأسبابها

32 المبحث الثالث: سياسة التحرير المالي بين النتائج المتوقعة وأراء الاقتصاديين

32 المطلب الأول: النتائج المتوقعة من سياسة التحرير المالي

38 المطلب الثاني: سياسة التحرير المالي بين المناصرة والانتقاد

41 المطلب الثالث: شروط نجاح سياسة التحرير المالي

46 خلاصة الفصل الأول

94-48 الفصل الثاني: عموميات حول احتياطي الصرف الأجنبي.....

48 تمهيد

49 المبحث الأول: ماهية احتياطيات الصرف الأجنبي وصيغه

49 المطلب الأول: مفهوم احتياطيات الصرف الأجنبي

56 المطلب الثاني: صيغ ودوافع حيازة احتياطيات الصرف الأجنبي

59 المطلب الثالث: قنوات تراكم احتياطيات الصرف الأجنبي

64 المبحث الثاني: مكونات احتياطي الصرف الأجنبي

64 المطلب الأول: احتياطي الذهب النقدي

68 المطلب الثاني: احتياطي العملات الأجنبية

73 المطلب الثالث: حقوق السحب الخاصة وشريحة الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي

79	المبحث الثالث: نظريات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي ومؤشرات كفايته.....
79	المطلب الأول: النظرية التجارية في الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي.....
81	المطلب الثاني: نظرية التأمين الذاتي.....
90	المطلب الثالث: مؤشرات قياس كفاية احتياطي الصرف الأجنبي.....
94	خلاصة الفصل الثاني.....
145-95	الفصل الثالث: سياسة التحرير المالي في دول المغرب العربي (تونس، الجزائر، المغرب).....
96	تمهيد.....
97	المبحث الأول: سياسة التحرير المالي في تونس.....
97	المطلب الأول: مؤشرات الكبح المالي في تونس.....
101	المطلب الثاني: إجراءات التحرير المالي في تونس.....
104	المطلب الثالث: تطور المؤشرات المالية والنقدية للنظام المالي التونسي في ظل سياسة التحرير المالي.....
110	المبحث الثاني: سياسة التحرير المالي في الجزائر.....
111	المطلب الأول: أشكال سياسة الكبح المالي في الجزائر.....
114	المطلب الثاني: الإصلاحات المالية للقطاع المالي والمصرفي الجزائري.....
123	المطلب الثالث: أثر إصلاحات التحرير المالي على المؤشرات المالية والنقدية في الجزائر.....
131	المبحث الثالث: سياسة التحرير المالي في المغرب.....
131	المطلب الأول: أشكال سياسة الكبح المالي في المغرب.....
134	المطلب الثاني: الإصلاحات المالية في المغرب.....
139	المطلب الثالث: أثر الإصلاحات على المؤشرات المالية والنقدية.....
145	خلاصة الفصل الثالث.....
197-146	الفصل الرابع: قياس أثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي لدول المغرب العربي .
148	المبحث الأول: قياس أثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي في تونس.....
148	المطلب الأول: تطور احتياطي الصرف الأجنبي في تونس خلال الفترة من 1990-2018.....
152	المطلب الثاني: تقدير النموذج وفق منهجية ARDL.....
165	المطلب الثالث: التحليل الإحصائي والاقتصادي لنتائج التقدير.....
167	المبحث الثاني: قياس أثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر.....
167	المطلب الأول: تطور احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر خلال الفترة من 1990-2018.....
171	المطلب الثاني: تقدير النموذج وفق منهجة ARDL.....

180	المطلب الثالث: التحليل الإحصائي والاقتصادي لتتائج التقدير.....
183	المبحث الثالث: قياس أثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي في المغرب.....
183	المطلب الأول: تطور احتياطي الصرف الأجنبي في المغرب خلال الفترة من 1990-2018.....
187	المطلب الثاني: تقدير النموذج وفق منهجية ARDL.....
194	المطلب الثالث: التحليل الإحصائي والاقتصادي لتتائج التقدير.....
197	خلاصة الفصل الرابع.....
198	خاتمة.....

قائمة المراجع

الملاحق

قائمة الأشكال و الجداول

أولاً: قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1-1	أثر عدم استقرار الاقتصاد الكلي على تصرفات البنوك في وجود وعدم وجود مخاطر أخلاقية.	42
1-2	قنوات تراكم احتياطات الصرف الأجنبي	63
2-2	تطور أسعار الذهب بالدولار	67
3-2	العلاقة بين احتياطات الصرف الأجنبي وسعر الصرف الأجنبي	87
1-3	النظام المالي في تونس	98
2-3	تطور نمو المعروض النقدي والنتاج المحلي الإجمالي في تونس	108
3-3	تطور معدل التضخم وسعر الفائدة الحقيقي في تونس	108
4-3	تطور أسعار الفائدة الحقيقية في الجزائر خلال الفترة من 1980-1989	111
5-3	تطور المعروض النقدي والنتاج الداخلي الخام خلال الفترة من 1970-1989 .	113
6-3	الجهاز البنكي والمالي وفق قانون القرض والبنك	115
7-3	تطور معدل التضخم وسعر الفائدة الحقيقي خلال الفترة من 1990-2016	124
8-3	نسب توزيع القروض حسب القطاعات	125
9-3	تطور المعروض النقدي والنتاج المحلي الإجمالي خلال الفترة من 1990-2016.	127
10-3	تطور سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي من 1990-2018	128
11-3	رصيد حساب رأس المال والاستثمار الأجنبي المباشر الصافي في الجزائر من 1990 إلى سنة 2016.	130
12-3	تطور معدل التضخم وسعر الفائدة الحقيقي في المغرب	140
13-3	نمو المعروض النقدي والنتاج المحلي الإجمالي في المغرب من 1983 إلى 2018	142
14-3	تطور سعر صرف الدرهم المغربي من 1983-2018	143
15-3	تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى المغرب	144
1-4	تطور إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي في تونس	149
2-4	إجمالي الاحتياطات بدلالة عدد أشهر الواردات في تونس	150
3-4	احتياطي الصرف الأجنبي إلى الدين الخارجي قصير الأجل في تونس	151
4-4	نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى المعروض النقدي في تونس	152
5-4	أحسن 20 نموذج ARDL وفقاً لمعيار Akaike	161
6-4	تطور احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر من 1990-2018	168
7-4	احتياطات الصرف الأجنبي بدلالة عدد أشهر الواردات في الجزائر	169

قائمة الأشكال والجداول.....

170	نسبة احتياطات إلى الدين قصير الأجل في الجزائر للفترة من 1990-2018	8-4
171	نسبة الاحتياطات إلى المعروض النقدي في الجزائر من 1990-2018	9-4
177	أحسن 20 نموذج ARDL وفقا لمعيار Akaike في الجزائر	10-4
184	تطور احتياطي الصرف الأجنبي في المغرب للفترة من 1990-2018.	11-4
185	احتياطات الصرف الأجنبي بدلالة عدد أشهر الواردات في المغرب للفترة من 1990-2018	12-4
186	نسبة الاحتياطات إلى الدين الخارجي قصير الأجل في المغرب	13-4
186	نسبة الاحتياطات إلى المعروض النقدي في المغرب من 1990-2018	14-4
192	أحسن 20 نموذج ARDL وفقا لمعيار Akaike في المغرب	15-4

ثانيا: قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1-1	نسبة الاحتياطي الإجباري في بعض الدول النامية خلال فترة الكبح المالي	05
2-1	تاريخ التحرير المالي في بعض الدول	08
3-1	معايير تحديد درجة التحرير المالي	13
4-1	مراحل تطبيق سياسة التحرير المالي	45
1-2	موجز لميزانية البنك المركزي	52
2-2	احتياطي الذهب الرسمي ونسبته من إجمالي الاحتياطات	65
3-2	تطور حجم العملات الأجنبية المكونة لاحتياطي الصرف الأجنبي	71
4-2	وظائف العملات الأجنبية	71
5-2	نسب العملات الأجنبية المكونة لاحتياطي الصرف لدول العالم	72
6-2	نسبة مساهمة الشريحة الاحتياطية في إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي	74
7-2	الوزن النسبي لحقوق السحب الخاصة	76
8-2	نسبة مساهمة حقوق السحب الخاصة في إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي	78
1-3	تطور معدلات الفائدة الدائنة والمدينة في تونس خلال الفترة من 1979 إلى 1985	99
2-3	تطور هيكل القروض في تونس من 1962-1986	101
3-3	تسلسل عملية التحرير المالي في تونس	101
4-3	تطور القروض الموزعة في الاقتصاد التونسي للفترة من 1994-2017.	105
5-3	تطور هيكل القروض الموزعة حسب الأجل خلال الفترة من 1994-2017.	106
6-3	تطور المعروض النقدي والنتاج المحلي الإجمالي في تونس للفترة من 1988-2018	107

109	تطور أهم مؤشرات السوق المالي في تونس	7-3
112	توزيع القروض بين القطاع العام والخاص خلال فترة الكبح المالي في الجزائر.	8-3
112	تطور معدل الاحتياطي الإجباري خلال الفترة من 1970-1984 في الجزائر.	9-3
122	تطور أهم المؤشرات الاقتصادية الكلية خلال الفترة من 1994-1998	10-3
123	تطور معدلات الفائدة في الجزائر من 1990 إلى 2016	11-3
126	تطور معدل الخصم خلال الفترة من 1990-2016.	12-3
126	تطور المعروض النقدي والنتاج المحلي الإجمالي خلال الفترة من 1990-2016.	13-3
141	تطور الناتج المحلي الإجمالي والمعروض النقدي في المغرب من 1983 إلى 2018	14-3
157	نتائج اختبار ديكي فولر "ADF" لسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة لتونس	1-4
159	نتائج اختبار ديكي - فولر المطور ADF للسلاسل الزمنية غير المستقرة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى لتونس	2-4
164	نتائج تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات في تونس	3-4
173	نتائج اختبار ديكي فولر "ADF" لسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة	4-4
175	نتائج اختبار ديكي - فولر المطور ADF للسلاسل الزمنية غير المستقرة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى	5-4
180	نتائج تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات في الجزائر	6-4
188	نتائج اختبار ديكي فولر "ADF" لسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة	7-4
191	نتائج اختبار ديكي - فولر المطور ADF للسلاسل الزمنية غير المستقرة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى	8-4

مقدمة

شهد الاقتصاد العالمي منذ أوائل الثمانينات العديد من التحولات والتطورات أدت إلى ظهور معالم نظام اقتصادي عالمي جديد يقوم على التوجه نحو ما يسمى بالتحريك المالي الذي يعتبر واحدة من القوى الأساسية الكامنة وراء هذا التحول، ومن هذا أصبح التحريك المالي ظاهرة للتغيير العالمي نظرا للتحدي الحاسم للنظم المالية في الاقتصاد، حيث انتشر بشكل واسع خارج حدود الدول المتقدمة بسبب ظاهرة العولمة التي أصبحت راسخة بمبادئ جديدة أثرت على سير العمل المالي.

انتهجت العديد من الدول النامية ومنها دول المغرب العربي سياسة الكبح المالي لفترة طويلة، والتي تقوم على إعطاء الدولة السلطة في تخصيص الموارد، وتحديد معدلات الفائدة عند مستويات منخفضة وتوجيه الائتمان إلى القطاعات ذات الأولوية والأنشطة الحكومية بأقل تكلفة، الأمر الذي أدى إلى تمهيش القطاع المالي وعدم الوصول إلى التنمية الاقتصادية، وفي ظل ذلك اتخذت هذه الدول تحت رعاية صندوق النقد الدولي والبنك الدولي إجراءات لإصلاح قطاعها المالي يقوم على أساس التحريك المالي كضرورة لمواكبة التطورات على المستوى الدولي، هذه السياسة التي قدمها كل من Shaw و Mackinon سنة 1973، والتي تقوم على رفع المدخرات المالية للاقتصاد من خلال السماح لآليات السوق بتحديد قواعد التشغيل للأنظمة المالية، وتمويل الاستثمارات الإنتاجية والمرجحة ودعم النمو الاقتصادي.

لكن إجراءات التحريك المالي سواء على المستوى المحلي أو الخارجي يجب أن تأخذ بعين الاعتبار آثارها على المتغيرات الاقتصادية الكلية، ومن بين هذه المتغيرات احتياطي الصرف الأجنبي الذي يلعب دورا مهما في بناء اقتصاد متوازن وحاجز أمان ضد الأزمات والصدمات التي يمكن أن يتعرض لها الاقتصاد، لذا نجد العديد من الدول تسعى إلى تكوين حجم هام من الاحتياطيات الأجنبية.

إن مدى استجابة احتياطي الصرف الأجنبي لسياسة التحريك المالي يتوقف على مدى نجاح هذه السياسة في تحقيق أهدافها، حيث أن سياسة التحريك تحوي جانبين مهمين وهما التحريك المالي الداخلي الذي يقوم أساسا على تحرير أسعار الفائدة والخارجي المتعلق أساسا بتحرير حساب رأس المال (تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية) الذي يمثل جوهر وجانب مهم من التحريك المالي.

فإذا تبنت أي دولة سياسة التحريك المالي ونجحت في جذب تدفقات كبيرة لرأس المال الأجنبي إلى الداخل، فإنها ستواجه مشكلة ارتفاع قيمة العملة المحلية نتيجة ارتفاع حجم العملة الأجنبية في الأسواق المحلية، وهذا يؤدي إلى انخفاض القدرة التنافسية التصديرية، ولكن للتعامل مع هذا الوضع تقوم السلطات النقدية بشراء العملة الأجنبية وتكديسها كاحتياطي وبالتالي يزيد الطلب على الصرف الأجنبي.

أهمية الدراسة: تستمد الدراسة أهميتها من أهمية احتياطي الصرف الأجنبي الذي يعتبر من أهم مؤشرات الاقتصاد الكلي فهو بمثابة مرآة تعكس الوضع الاقتصادي للبلد وقدرته على الوفاء بالتزاماته، لذا يجب على الدول الحفاظ على مستوى ملائم من الاحتياطيات، هذا الأخير الذي يتأثر بالعديد من العوامل والسياسات المنتهجة من قبل الدول ومن بين هذه السياسات التحرير المالي الذي انتهجته معظم الدول كحتمية من أجل الاندماج في الاقتصاد العالمي ومواكبة التطورات على الساحة الدولية، وقد اختلفت إجراءات التحرير المالي من دولة إلى أخرى لكن يبقى تحرير حساب رأس المال جوهر عملية التحرير المالي لما له من أثر على تدفق رؤوس الأموال الأجنبية التي تمثل مصدر للعملة الأجنبية المكونة لاحتياطي الصرف الأجنبي، لذا دراسة آثار سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي أصبحت مهمة من أجل الوصول إلى الحجم الكافي للاحتياطيات.

أهداف الدراسة: نسعى من خلال القيام بهذا البحث إلى تحقيق عدة أهداف أهمها:

- التعرف أهم إجراءات سياسة التحرير المالي ومتطلبات وشروط نجاح هذه السياسة.
- إبراز أهمية احتياطيات الصرف الأجنبي وأهم العوامل المتحكمة فيه.
- التعرف على مدى نجاح سياسة التحرير المالي في دول المغرب العربي من خلال دراسة تطور العديد من المؤشرات الاقتصادية.
- قياس أثر مختلف مؤشرات التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي لدول المغرب العربي.

الإشكالية الرئيسية: من هذا المنطلق فإن الإشكالية الرئيسية التي نود معالجتها تتمحور حول السؤال الرئيسي التالي:

ما أثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي لدول المغرب العربي؟

الأسئلة الفرعية: إن معالجة موضوع البحث والإجابة على الإشكالية الرئيسية يقتضي طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ماهي أهم إجراءات وشروط نجاح سياسة التحرير المالي؟
- ما هي العوامل المحددة لتكوين احتياطي الصرف الأجنبي وما الدافع لتكوين هذا الاحتياطي؟
- ما مدى نجاح سياسة التحرير المالي في دول المغرب العربي؟
- ما أثر مؤشرات التحرير المالي على الاحتياطيات لدول المغرب العربي؟.

الفرضيات: للإجابة على هذه الأسئلة وضعت مجموعة من الفرضيات كالتالي:

- إن التسلسل والتدرج في تطبيق سياسة التحرير المالي يعتبر من أهم عوامل نجاحها.
- يعتبر العامل الوقائي والتجاري أهم العوامل محددة لتكوين احتياطي الصرف الأجنبي.
- إن سياسة التحرير المالي المنتهجة من قبل دول المغرب العربي لم تنجح في تحسين المؤشرات المالية والنقدية لهاته الدول.
- يعتبر الانفتاح المالي أهم عامل في تكوين احتياطيات الصرف الأجنبي في دول المغرب العربي.

حدود الدراسة: تتحدد دراستنا لهذا الموضوع من جانبين، زمني ومكاني.

الجانب المكاني يتمثل في التركيز على دول المغرب العربي: تونس، الجزائر، المغرب، باعتبارها تشهد تراكم كبير لاحتياطي الصرف الأجنبي في ظل سياسة التحرير المالي. في حين أن الجانب الزمني سنتعرف من خلاله على النموذج الذي يقيس أثر مختلف مؤشرات التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي في كل من تونس الجزائر والمغرب خلال الفترة الممتدة من 1990-2018 وهي الفترة التي شهدت فيها هذه الدول تحسن وتزايد حجم احتياطي الصرف الأجنبي وتطبيق سياسة التحرير المالي.

منهج الدراسة: للإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار صحة فرضياتها والوصول إلى الأهداف المرجوة استعملنا المنهج الاستنباطي بأدواته الوصف والتحليل من خلال التعرف على الإطار النظري لسياسة التحرير المالي واحتياطي الصرف الأجنبي وأهم العوامل المحددة لعقد هذا المستوى، كما تم استخدام المنهج الاستقرائي من خلال الأدوات القياسية لقياس أثر مؤشرات التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي لدول المغرب العربي باستخدام منهجية ARDL.

الدراسات السابقة: لقد تم اختيار الموضوع ومعالجته اعتمادا على الدراسات التالية:

- دراسة لـ "Prabheesh. K , D. Malathy and Madhumati. R" (ورقة عمل نشرت في مجلة إدارة جنوب شرق آسيا العدد 02، 2007) تحت عنوان:

"Demand for Foreign Exchange Reserves for India: A Cointegration Approach"

حيث حللت هذه الورقة الطلب على احتياطيات الصرف الأجنبي في الهند خلال الفترة من 1983 إلى 2005، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن تقلبات الحساب الجاري وحساب رأس المال في الهند تؤثر على مستوى الاحتياطيات كما أن قدرا من المرونة في سعر الصرف لا يؤثر في حيازات احتياطي الصرف الأجنبي في الهند بشكل كبير.

- دراسة لـ Numidia Bouaichi et Farid yaici (ورقة عمل نشرت في مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، العدد 14، 2014) بعنوان:

"libéralisation financière et developpement financier : Approch comparative entre l'Algerie, le maroc, et la tunisie"

سعت هذه الدراسة إلى تقييم مدى نجاح سياسة التحرير المالي في المنطقة المغربية وذلك من خلال مقارنة الأنظمة المالية لكل من تونس، الجزائر والمغرب وتقييم المؤشرات المالية لهذه الدول، وقد تم التوصل من خلال هذه الدراسة أن المغرب يملك نظام مالي أكثر تطور في المنطقة ثم تأتي بعد ذلك تونس في المرتبة الثانية، أما الجزائر لا تزال تعاني من ضعف في التنمية المالية.

- دراسة للأستاذ ترقو محمد (ورقة عمل نشرت في مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثامن عشر، ديسمبر 2015) بعنوان: " أثر اختيار نظام الصرف ووضعية حساب رأس المال على سلوك الاحتياطات الدولية في الدول النامية- دراسة قياسية باستخدام نماذج معطيات panel" تهدف الدراسة لاختبار أثر اختيار أنظمة الصرف ووضعية حساب رأس المال على سلوك الاحتياطات الدولية في الدول النامية خلال الفترة من 2005-2012، وقد توصل الباحث من خلال هذه الدراسة إلى عدم وجود أي أثر لوضعية حساب رأس المال وتقلبات أسعار الصرف على الاحتياطات الدولية، وبالتالي يمكن استخلاص أن تغييرات احتياطات الصرف في الدول النامية ليس نتاج وضعية حساب رأس المال أو طبيعة نظام الصرف المتبع في الدولة.

- دراسة لـ محمد زكريا بن معزو - كمال حمارة (ورقة عمل نشرت مجلة التواصل في الاقتصاد والإدارة والقانون، العدد 35، سبتمبر 2013) بعنوان: " العلاقة طويلة الأجل بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر من 1970-2010، مقارنة قياسية"

تهدف هذه الورقة البحثية إلى دراسة العلاقة طويلة الأجل بين النمو الاقتصادي والتحرير المالي من خلال تقدير نموذج تصحيح الخطأ للفترة من 1970-2010 وقد توصل الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى أن العلاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في المدى الطويل علاقة سلبية، بينما العلاقة بين الانفتاح التجاري والنمو الاقتصادي علاقة إيجابية على المدى الطويل.

تقسيمات البحث: قصد الإلمام بكل جوانب الموضوع تم تقسيم هذا البحث إلى الفصول التالية:

الفصل الأول: يتعرض إلى التأصيل النظري لسياسة التحرير المالي من خلال التطرق إلى المفاهيم المتعلقة

بسياسي الكبح المالي والتحرير المالي ومختلف اجراءاته، وموقف الاقتصاديين من هذه السياسة.

الفصل الثاني: يبحث في الجوانب النظرية لاحتياطي الصرف الأجنبي من خلال تعريفه وأهميته

ومكوناته، وأهم النظريات التي تفسر الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي.

الفصل الثالث: تم التعرض من خلاله إلى سياسة التحرير المالي المطبقة في كل من تونس، الجزائر والمغرب

وأثرها على مختلف المؤشرات المالية والنقدية.

الفصل الرابع: تم تخصيصه للدراسة القياسية من خلال الاعتماد على منهجية ARDL في قياس أثر

مؤشرات التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي في كل من تونس، الجزائر والمغرب.

الفصل الأول:

أدبيات في سياسة التحرير المالي

تمهيد:

أدت سياسة الكبح المالي التي طبقت بالدول النامية إلى فشل القطاع المالي في أداء مهامه بكفاءة خاصة في تحفيز عملية النمو الاقتصادي، الأمر الذي أدى بهذه الدول إلى إعادة النظر في هذه السياسة والعمل على تبني سياسة التحرير المالي التي تستهدف إزالة كافة قيود الكبح المالي، مما يؤدي إلى تحقيق التطور المالي وزيادة المدخرات وتحسين نوعية الاستثمار ورفع معدلات النمو الاقتصادي وبالتالي تنمية وتطوير القطاع المالي.

تعود سياسة التحرير المالي إلى Mackinon و Shaw سنة 1971 اللذان اعتبرا سياسة الكبح المالي تسيير سيء للنظام النقدي والمالي الأمر الذي يؤدي إلى إبطاء النمو الاقتصادي، لذا أكدوا على ضرورة تحرير الأنظمة المالية للدول النامية من خلال إزالة القيود التي تعيق دخول المؤسسات المالية للسوق المالي، تحرير أسعار الفائدة، تخفيض معدل الاحتياطي القانوني وتحرير حساب رأس المال، ويؤكدان أن الاقتصاد المتحرر يتطور بشكل أكبر مقارنة بالاقتصاد غير المتحرر.

لذا سنحاول من خلال هذا الفصل التأصيل النظري والفكري لسياسة التحرير المالي وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: سيتم التطرق من خلاله إلى سياسة الكبح المالي والتحرير المالي من خلال تأصيل سياسة الكبح المالي وأشكاله، وتعريف سياسة التحرير المالي ومختلف إجراءاته بالإضافة إلى تحليل كل من Mackinon و Shaw لسياسة التحرير المالي.

المبحث الثاني: سيتم التطرق فيه إلى العلاقة بين العوامة المالية وتحرير حساب رأس المال وذلك من خلال التعرف على العوامة المالية وأهم الأسباب التي أدت إلى ظهورها، مفهوم تحرير حساب رأس المال وإجراءاته بالإضافة إلى أهم أشكال التدفقات الرأسمالية وأسبابها.

المبحث الثالث: تم تخصيصه لأهم النتائج المتوقعة لسياسة التحرير المالي وآراء الاقتصاديين من خلال التطرق إلى النتائج المتوقعة لسياسة التحرير المالي وإلى سياسة التحرير المالي بين من هم مناصرين ومن هم منتقدين وفي الأخير يتم التعرف على أهم شروط نجاح سياسة التحرير المالي.

المبحث الأول: من الكبح المالي إلى التحرير المالي

شهدت غالبية الدول النامية في أواخر السبعينات ومطلع الثمانينات العديد من الأزمات الاقتصادية، كشفت بصورة أكبر جوانب الضعف المتأصلة في المؤسسات المالية نتيجة تدخل الدولة في توجيه أسعار الائتمان التي كان لها الأثر السلبي على معدلات الفائدة على القروض والودائع، والتي أثرت بشكل سلبي على الاستثمارات، الأمر الذي أدى إلى عجز اقتصادي كبير في هذه الدول بسبب سياسة الكبح المالي المنتهجة، وتمثل التصدي لها في التحول من سياسة الكبح المالي إلى التحرير المالي، الذي يعتبر جزء من برامج تحقيق الاستقرار والتكيف الهيكلي.

المطلب الأول: تعريف الكبح المالي وأشكاله

يعبر الكبح المالي عن القيود والضوابط التي فرضتها معظم الدول خاصة النامية منها على أنظمتها المالية وخاصة أجهزتها المصرفية، وقد اتخذت هذه القيود عدة أشكالها نعرضها فيما يلي.

أولاً: تعريف الكبح المالي

استعمل مصطلح الكبح المالي لأول مرة من قبل Mackinon و Shaw في عام 1973، حيث لاحظا أن الأنظمة المالية للدول النامية تشهد العديد من العوائق والقيود، وهو الواقع الذي أدى إلى صب اهتمام الاقتصاديين والمفكرين بهذا المفهوم في ذات الفترة ويتجلى ذلك من خلال تعدد التعاريف التي صاغها الباحثون آنذاك.

حيث تعرف موسوعة الاستثمار الإلكترونية أنفوستوييدا الكبح المالي بأنه: "التدابير التي تقود بها الحكومة الصناديق إليها بوصفها إحدى وسائل تخفيض الديون"¹.

وقد عرفه كذلك Roubini و Sala Imartin الكبح المالي بأنه مجموعة السياسات والقوانين والضوابط والقيود الكمية والنوعية والرقابية المفروضة من طرف الحكومة، والتي لا تسمح للوساطة المالية بتوظيف كامل إمكانياتها المتاحة التي توفرها لها التكنولوجيا التي تمتلكها.²

وبالتالي يمكن تعريف الكبح المالي على أنه مختلف الإجراءات والقيود والتدخلات التي تفرضها السلطات النقدية على النظام المالي من أجل تلبية الحاجات المالية للحكومة وبسعر فائدة منخفض الأمر الذي يؤدي إلى تقليل دور الوساطة المالية في تعبئة الادخار وتخصيص الائتمان.

¹ ويليم ميدلكوب & ترجمة ابتسام محمد الخضراء، "الانهيار الكبير: حروب الذهب ونهاية النظام المالي العالمي"، الطبعة الأولى، العبيكان للنشر، السعودية، 2016، ص256.

² عبد اللطيف مصيطفي & محمد بن بوزيان، "أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية"، الطبعة الأولى، مكتبة حسن العصرية، لبنان، 2015، ص:143.

ثانيا: أشكال الكبح المالي

كانت البنوك التجارية والمؤسسات المالية في الدول النامية، تخضع لقيود الإقراض المختلفة مثل سقوف فائدة إلزامية على الموارد المالية المتاحة للإقراض عند مستويات أقل من مستواها التوازني، كما كانت تمويل عجز الميزانية من خلال بيع السندات بسعر فائدة منخفض للبنوك التجارية الخاصة بالإضافة إلى إتباع سياسة توجيه الائتمان، ويمكن توضيح هذه الأشكال فيما يلي:

1- تحديد أسعار الفائدة من طرف السلطات النقدية: حيث كانت السلطات النقدية

في الدول النامية تفرض سقوف عليا على أسعار الفائدة الدائنة والمدينة، وذلك من أجل تشجيع الاستثمار في بعض القطاعات، وتمكين بعض المشروعات التابعة للدولة من الحصول على قروض بمعدلات فائدة منخفضة، وتمويل عجز الميزانية من خلال فرض السلطات النقدية على بعض المصارف شراء سندات حكومية وأذونات خزينة منخفضة العائد.

2- التحكم في أسعار الصرف: حيث انتهجت السلطات النقدية في الدول النامية سياسة سعر

الصرف لعملتها المحلية مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية، هذا يعني أن التغيرات في سعر الصرف الاسمي، تكون أقل من المستوى اللازم لتعويض الزيادة في معدلات التضخم المحلي مقارنة بالزيادة المحققة في معدلات التضخم العالمي يؤدي هذا إلى ارتفاع سعر الصرف الحقيقي الفعال¹.

3- رفع معدل الاحتياطي القانوني: حيث يفرض البنك المركزي على البنوك التجارية الاحتفاظ

بنسبة من أصوله السائلة لديه من أجل ضمان سيولة البنك التجاري والحفاظ على أموال المودعين، لكن في الواقع تم المبالغة في تحديد هذه النسبة وذلك للسيطرة على الوساطة المالية وتقليص دورها في التمويل.

ويوضح الجدول التالي نسبة الاحتياطي القانوني المفروضة على البنوك التجارية في بعض الدول النامية خلال فترة الكبح المالي.

¹ سميرة إبراهيم أيوب، "صندوق النقد الدولي وقضية الإصلاح الاقتصادي والمالي دراسة تحليلية تقييمية"، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2006، ص ص: 37-38.

الجدول (1-1): نسبة الاحتياطي الإجباري في بعض الدول النامية خلال فترة الكبح المالي

الدول	النسبة	السنوات
الأرجنتين	48.80%	1985
البرازيل	17.30%	1985
الشيلي	31.30%	1970
كولومبيا	37.30%	1985
المكسيك	38.90%	1985
البيرو	40.80%	1985
فنزويلا	28.60%	1990
اندونيسيا	21.80%	1990
مصر	21.00%	1990
تركيا	33.00%	1985

Source: Mohamed jaber chebbi, *existe-t-il un lien entre la libéralisation financière et les crises bancaires dans les pays émergents*, Université Dauphine, Paris, 2005, P8.

حيث يلاحظ أن جميع هذه الدول كانت تفرض على البنوك التجارية معدل احتياطي مبالغ فيه، حيث وصلت في الأرجنتين إلى 43.80% والبيرو 40.80%، المكسيك 38.90%، وأما بقية الدول فقد تراوح ما بين 17.30% و37.30%.

4- فرض قيود صارمة على حرية الدخول إلى القطاع المالي بصفة عامة وقطاع البنوك بصفة خاصة، لتجنب عدم قدرة البنوك والمؤسسات المالية المحلية على منافسة البنوك والمؤسسات المالية العالمية.

5- فرض قيود صارمة على حرية انتقال رؤوس الأموال الدولية، سواء كانت تدفقات داخلية أو خارجية من أجل المحافظة على استقرار القطاع المالي وتعزيزه¹.

¹ عاطف وليم أندراوس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2006، ص 95.

ثالثا: آثار الكبح المالي

كان الهدف من وراء تطبيق سياسة الكبح المالي تعبئة القدر الكافي من الموارد المالية لتوجيهها إلى تمويل المشاريع الاستثمارية والقطاعات الاستراتيجية المحددة من طرف الدولة، إلا أن تطبيق هذه السياسة لم تحقق الأهداف المرجوة منها، وأثرت سلبا على مختلف القطاعات ومن بين هذه الآثار مايلي:

- 1- لقد أدت عملية تحديد معدلات الفائدة على الودائع والقروض تحت مستواها التوازني إلى حد أصبحت قيمتها الحقيقية سالبة في ظل ارتفاع معدلات التضخم، مما نتج عنه تدني في حجم المدخرات المالية التي توجه لتمويل المشاريع الاستثمارية نتيجة انخفاض الودائع البنكية، كما امتد تأثير هذه العملية إلى جودة الاستثمار وذلك بتغيير سلوك الوسطاء الماليين من خلال ارتفاع شدة نفور البنوك اتجاه المخاطرة وتفضيلها تمويل المشاريع والمؤسسات التي حققت استقرار لمدة طويلة دون أن يكون لها أي دافع أو ميول اكتشاف فرص جديدة للقروض وبمخاطرة أكثر¹.
- 2- إن ارتفاع نسبة القروض الموجهة للقطاع العام تلبية لاعتبارات سياسية والذي تزامن مع ارتفاع نسبة القروض غير المستردة، إلى جانب ارتفاع نسبة الاحتياطي القانوني، أدى ذلك إلى ممارسة ضغوط سلبية على كل من ربحية البنوك والقاعدة الرأسمالية لها، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع الهامش بين أسعار الفائدة على الودائع وأسعار الفائدة على القروض وبالتالي تقليص رقعة النشاط المصرفي.
- 3- نقص الموارد المالية الموجهة للاقتراض الأمر الذي أجبر المتعاملين الاقتصاديين على الاعتماد على التمويل الذاتي لتمويل مشاريعهم.
- 4- انخفاض درجة العمق المالي والتي تشير إلى الحجم النسبي للسيولة العامة والتي تقاس بـ M3 (العملة والنقود والودائع تحت الطلب الجارية والودائع لأجل في البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى كصناديق التوفير والبريد) إلى الناتج المحلي الإجمالي. ويعني انخفاض تلك النسبة انخفاض الأرصدة القومية القابلة للإقراض، ومن ثم ضعف قدرة الاقتصاد الوطني على تمويل الاستثمارات، بينما ارتفاع النسبة يبين أن ثمة تدفقات كبيرة في الأرصدة الوطنية القابلة للإقراض من أجل استثمارات جديدة.²

¹ وادة راضية، "قياس أثر التحرير المالي على الطلب على النقود في الجزائر"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف، 1، 2016-2017، ص: 86.

² رونالدو ماكينون، "النهج الأمثل لتحرير الاقتصاد"، الطبعة الأولى، الجمعية المصرية لنشر المعرفة والثقافة العالمية، القاهرة، 1996، ص: 27.

5- أصبحت الأصول المالية المحلية أقل جاذبية من الأصول الأجنبية، مما أدى إلى تقلص رقعة النظام المالي الرسمي مقابل تزايد حجم القطاع المالي غير الرسمي الذي نتج عن تلاقي الطلب غير الملبي على الأموال في السوق الرسمية مع عارضي الأموال بعوائد حقيقية إيجابية في السوق غير الرسمية أعلى من العوائد السلبية في السوق الرسمية وذلك بفعل ارتفاع معدلات التضخم.

المطلب الثاني: ماهية سياسة التحرير المالي وإجراءاته

على الرغم من إجماع معظم الدول بضرورة التحرير المالي من أجل رفع كفاءة النظام المالي والمصرفي، إلا أن تطبيقها على أرض الواقع عرف اختلاف من دولة إلى أخرى، حيث أن بعض الدول اتبعت سياسة شاملة وسريعة للتحرير المالي في حين دول أخرى اتبعت سياسة حذرة وجزئية للتحرير المالي.

أولاً: مفهوم التحرير المالي

ظهر مصطلح التحرير المالي لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية في السبعينيات، مع ذلك فإن تعريفه يختلف باختلاف الزمن واقتصاديات الدول، ويمكن تقديم أهم التعريفات التي قدمت له فيما يلي:

- حسب E.Shaw و R.Mackinon التحرير المالي هو الحل الأمثل للخروج من نظام القمع المالي والوسيلة البسيطة والفعالة من أجل تسريع وتيرة النمو الاقتصادي في الدول النامية¹.

- عرفها رمزي زكي على أنها عبارة عن إلغاء مختلف القيود والضوابط المفروضة على حركة رؤوس الأموال، وإعطاء البنوك والمؤسسات المالية استقلالها التام أو التقليل من احتكار الدولة لها، وتحرير معدلات الفائدة وأسعار مختلف العمليات المالية والمصرفية وجعلها تتحدد في السوق طبقاً لقوانين العرض والطلب، بالإضافة إلى فتح المجال المالي والمصرفي المحلي أمام القطاع الخاص برأس مال وطني وأجنبي تشجيعاً للمنافسة ما بين البنوك².

- كما يعرف التحرير المالي على أنه مجموعة من الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيض درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي بغية تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كلياً³.

- إن للتحرير المالي معنيان رئيسيان: أولهما بالمعنى الواسع ويراد به مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على النظام المالي بغية تعزيز مستوى كفاءته

¹ Ronald.I.Mckinnon, " money and capital in Economic development", the bookings institution, washington, DC,1973.

- E.Shaw, "financial deepening in economic development", OX ford university press, Newyork, 1973.

² رمزي زكي، "العولمة المالية"، دار المستقبل العربي، الطبعة الأولى، القاهرة، 1999، ص:73.

³ حسن كريم حمزة، "العولمة المالية والنمو الاقتصادي"، دار صفا للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص:54.

وإصلاحه كلياً، أما مفهومه بالمعنى الضيق يقصد به عملية تحرير عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها والتي تعيق عملية تداول الأوراق المالية ضمن المستويين المحلي والدولي¹. من جملة التعاريف السابقة يمكن تعريف سياسة التحرير المالي على أنها سياسة تدرج ضمن الإصلاحات المالية والمصرفية والتي تتضمن إلغاء أشكال القمع المالي من خلال تحرير معدلات الفائدة الدائنة والمدينة، خفض نسبة الاحتياطي القانوني، والتخلي عن سياسة توجيه الائتمان وإلغاء كافة القيود على حركة رؤوس الأموال عبر الحدود الوطنية، وإعطاء البنوك والمؤسسات المالية استقلالها التام بهدف رفع كفاءة النظام المالي والمصرفي وقدرته على المنافسة ورفع مستوى النمو الاقتصادي. ويظهر الجدول التالي تاريخ التحرير المالي في بعض دول العالم.

الجدول (1-2): تاريخ التحرير المالي في بعض الدول

الدولة	بداية التحرير المالي	الدولة	بداية التحرير المالي
الولايات المتحدة الأمريكية	1982	المكسيك	1989
كندا	1980	البيرو	1991
اليابان	1979	ماليزيا	1978
بريطانيا	1981	تايوان	1989
فرنسا	1984	تايلندا	منتصف الثمانينات
ايطاليا	1983	باكستان	1991
استراليا	1980	الهند	1992
نيوزلندا	1984	مصر	1991
اندونيسيا	1983	المغرب	1991
كوريا	1983	فنزويلا	1991

Source : Jhon william & Molly Mahar, "A Survey of financial liberalization essays in international finance" , n 2011, princeton university, novembre 1998, p 12.

¹ عماد محمد علي العاني، "اندماج الأسواق المالية أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي"، بيت الحكمة، الطبعة الأولى، العراق، 2002، ص:148

ثانيا: أسباب عملية التحرير المالي

ساهمت العديد من العوامل للتوجه نحو التحرير المالي والتي يمكن حصرها في ثلاث عوامل أساسية على النحو التالي:¹

1- نتائج الفقر المالي: إن التخصيص المحدود وغير الكفاء للمصادر المالية يبطئ النمو

الاقتصادي، حيث أعاقت أسعار الفائدة المنخفضة وتباطأ تعبئة التمويل نمو الودائع المصرفية وحدث هروب لرؤوس الأموال على الرغم من الضوابط المفروضة على حركة رؤوس الأموال في معظم الدول، فسوء تخصيص القروض الداخلية وندرة القروض الخارجية أدى إلى التوجه إلى القطاعات غير المنتجة وبالتالي الاستعمال غير العقلاني لرأس المال، وتركز الإعانات المالية على الاعتمادات الموجهة خاصة في فترات التضخم المرتفع أين فاقت قيمة الإعانات المالية قيمة الإيداعات المحدودة.

2- ارتفاع التكاليف: تحملت البنوك في فترة الثمانينات نفقات الدولة ونفقات التنمية إضافة

إلى مصاريف إعادة جدولة الديون، وانخفضت القدرة على تسديد الديون بسبب توجيه القروض إلى القطاعات غير المنتجة وبالتالي الارتفاع الدوري لتكاليف الاقتراض الخارجي.

3- ضغوطات العولمة: لقد اتضحت أهمية القمع المالي في ظل النمو المتزايد للتجارة، تنقل العمالة

والمهجرة بالإضافة إلى تحسن وسائل الوصول إلى الأسواق الدولية كمظاهر للعولمة، أدى ذلك إلى إلغاء الأسواق المالية لكل القيود التي تؤدي إلى تقييد حركة رأس المال.

ثالثا: أهداف التحرير المالي

تسعى الدول التي تتبنى سياسة التحرير المالي إلى تحقيق العديد من الأهداف التي يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

1- تطوير السياسات المالية والبنى التحتية والفوقية، وذلك بتكثيف الضغوط بالنسبة للحكومات

لتحسين النظم الإشرافية والتنظيمية والقانونية.²

2- الوصول إلى الأسواق المالية الدولية عن طريق رفع فعالية الأسواق المالية المحلية، وخلق فرص

استثمار جديدة من خلال الحصول على مصادر تمويل جديدة.

3- تعبئة الادخار المحلي والأجنبي لتمويل الاقتصاد عن طريق رفع معدلات الاستثمار.

¹ J.Hanson & S.Ramachandran , " Financial liberalization, what went right, what went wrong ?", chapter 7, Economic growth, in the 1990, pp208-209.

² بشار ذنون محمد الشكرجي وآخرون، "الإصلاح والتحرر المالي في العراق مع الإشارة للتجربة المصرية"، تنمية الرفادين، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة موصل، العدد 91، مجلد 30، 2008، ص: 180.

- 4- رغبة الدول العظمى في تحقيق مكاسب اقتصادية ومالية (ضمن مفاوضات) خاصة مع بدء الدول النامية فتح أسواقها المالي، وإدراج تحرير الخدمات المالية ضمن مفاوضات الجات، وفيما بعد المنظمة العالمية للتجارة بصدور ملحق حول الخدمات المالية، وتم الوصول إلى توقيع بروتوكول اتفاق يضم 70 دولة لتحرير 95% من أنشطة البنوك والمؤسسات المالية¹.
- 5- تحرير التحويلات الخارجية مثل تحرير تحويل العملات الأجنبية وحركة رؤوس الأموال خاصة مع التغيرات الاقتصادية التي منها تغيرات أسعار الصرف وأسعار الفائدة².
- 6- تطوير السياسة النقدية وتحريرها من الضغوط، يكسبها المزيد من الاستقلالية والعمل بالأدوات غير المباشرة في إدارتها³.

رابعاً: إجراءات التحرير المالي

تشتمل سياسات التحرير المالي على مجموعة من الإجراءات يتطلب التحرير المالي المرور بها وذلك من خلال تطبيق إجراءات التحرير على المستوى المحلي والإجراءات التحرير على مستوى الخارجي. حيث يشمل التحرير المالي الداخلي إلغاء ضوابط الائتمان المحلية المتعلقة بوضع حصص الائتمان وتوجيهه، وسقف عليا لأسعار الفائدة ورفع الاحتياطي الإلزامي...، أما التحرير المالي الخارجي يتضمن فتح الأسواق المالية المحلية أمام التدفقات المالية الدولية وإلغاء ضوابط الصرف وإزالة الحواجز أمام دخول البنوك الأجنبية...، ومهما اختلفت إجراءات التحرير المالي بين الدول إلا أنها تتضمن ثلاث جوانب أساسية يمكن تلخيصها في المعادلة التالية⁴:

¹ فضيلة زاوي ، "التحرير المالي وانعكاساته على المنظومة البنكية الجزائرية"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بومرداس، 2015-2016، ص: 56.

² محمد أمين بريري & محمد طرشي ، "التحرير المالي والمصرفي كآلية لزيادة القدرة التنافسية للبنوك التجارية في الجزائر"، المؤتمر الدولي الثاني حول إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات الراهنة، جامعة ورقلة، 11-12 مارس 2008، ص: 07.

³ زهراء صالح الخياط، "دور التحرير المالي في تعزيز الإبداع المالي"، مجلة بحوث مستقبلية، كلية الحداية، العراق، العدد 29-30، 2010، ص: 41.

⁴ صليحة بن طلحة & بوعلام معوشي ، "دور التحرير المصرفي في إصلاح المنظومة المصرفية"، مداخلة قدمت في الملتقى الوطني الأول حول المنظومة المصرفية واقع وتحديات، جامعة الشلف، المنعقد يومي 14-15 ديسمبر 2004، ص: 477.

$$LF = \frac{1}{3}LSFI + \frac{1}{3}LMF + 1/3LCC$$

LF: التحرير المالي

LSFI: تحرير النظام المصرفي الداخلي (التحرير المالي الداخلي)

LMF: تحرير الأسواق المالية

LCC: تحرير حساب رأس المال.

1- التحرير المالي الداخلي

يتضمن التحرير المالي الداخلي تحرير ثلاث متغيرات أساسية، وهي أسعار الفائدة، الاعتمادات والاحتياطات الإلزامية والمنافسة المصرفية.

- **تحرير أسعار الفائدة:** يتضمن تحرير أسعار الفائدة إعطاء حرية أوسع لتحديد أسعار الفائدة وتركها تتحدد في السوق المالية وفقا لآلية السوق عبر الالتقاء ما بين عرض الأموال والطلب عليها للاستثمار، الأمر الذي من شأنه رفع معدلات النمو الاقتصادي.

ويأخذ تحرير أسعار الفائدة شكلين إما التحرير السريع أو التحرير التدريجي لسعر الفائدة بحيث:¹

➤ التحرير السريع والكامل لسعر الفائدة في فترة زمنية قصيرة، حيث يترك للبنوك حرية تحديد أسعار الفائدة وفقا لظروف السوق ودون الأخذ بعين الاعتبار البيئة الاقتصادية.

➤ التحرير التدريجي لسعر الفائدة حيث تتحول وفقا لهذه الاستراتيجية أسعار الفائدة المدارة وكذلك القواعد المنظمة لها إلى نظام التحرير عبر فترة زمنية طويلة، وبعد أن يكون قد تم تهيئة البيئة الاقتصادية المحيطة لمثل هذا التحرير.

- **تحرير الاعتمادات والاحتياطات الإلزامية:** يتضمن الحد من الرقابة على توجيه الائتمان نحو قطاعات محددة، والحد من الاعتمادات للقطاعات الأخرى والتخفيض أو حذف الاحتياطات الإلزامية المغالى فيها على البنوك والاعتماد على الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية خاصة عمليات السوق المفتوحة للتأثير على العرض النقدي.²

¹ بن علي بلعزوز، "أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2004، ص:201.

² محمد أمين بربري & محمد طرشي، "التحرير المالي والمصرفي كآلية لزيادة القدرة التنافسية للبنوك التجارية في الجزائر" مرجع سبق ذكره، ص: 11.

- تحرير المنافسة المصرفية والمالية: يتضمن اتباع أسلوب الرقابة غير المباشرة، إلغاء كافة القيود التي تعرقل إنشاء مصارف محلية وأجنبية، توفير دخول وخروج المستثمرين من وإلى السوق، وإلغاء القيود المرتبطة بالزامية تخصص المصارف والمؤسسات المالية¹.

2- التحرير المالي الخارجي

تتضمن سياسات التحرير المالي على المستوى الخارجي (الدولي) العديد من الإجراءات التي يمكن عرضها فيما يلي:²

- **إلغاء ضوابط الصرف:** وذلك باعتماد سعر صرف متغير يتحدد وفق تغيرات قوى السوق، إذ أن سعر صرف العملة المحلية يعكس المستويات الحقيقية لأسعار مختلف الموجودات المحلية.
- **فتح حساب رأس المال:** ويعني ذلك حرية انتقال الأموال من وإلى الاقتصاد وبالتحديد من وإلى الأسواق المالية وهذه الحرية تزيد من إمكانية امتلاك المحليين للأصول الحقيقية والمالية والنقدية الأجنبية، وتسمح لغير المقيمين بامتلاك الأصول المحلية وتداولها، والسماح لشركات المساهمة الأجنبية بالدخول للسوق المالية المحلية، وهذا يتضمن حذف العقوبات التي توقف البنوك والمؤسسات المالية الأخرى من الاقتراض من الخارج وإزالة السيطرة على سعر الصرف المطبق على الصفقات المرتبطة بالحساب الجاري وحساب رأس المال، وتقليص الفجوة بين سعر الصرف الاسمي والحقيقي وتحرير تدفقات رؤوس الأموال.
- **فتح أسواق الأوراق المالية:** يتضمن تخفيف القيود المفروضة على أسواق الأوراق المالية والتي من شأنها أن تعمل على زيادة كفاءة الأسواق المالية، وذلك من خلال إلغاء الحواجز أو تقليصها أمام انضمام المستثمرين والشركات المساهمة في السوق أو الانسحاب منها، الأمر الذي يعزز تشجيع الشركات المساهمة وإعطائها حرية أوسع في تحديد كيفية إصدار الأوراق المالية، والعمل على تحسين البنية الأساسية لتطوير الشركات الأجنبية وإدخالها في السوق المالية، وفسح المجال لها لإصدار الأوراق المالية المختلفة وذلك من أجل

¹ صاحب نعمة العكاشي & فاطمة سلام، "تأثير التحرر المالي في الاستثمار المصرفي الخاص في الاقتصاد العراقي"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، المجلد 13، العدد 54، 2017، ص: 229.

² عبد الغني حريري، "دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المصرفي"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطييف، أكتوبر 2009، ص: 03.

تحفيز حالة المنافسة في القطاع المالي، إضافة إلى ذلك فسمح المجال أمام الشركات الأجنبية للوساطة المالية، وأمام المضاربين والمتعاملين الأجانب للانضمام إلى السوق المالية. وبناء على درجة تحرير كل جانب من الجوانب سابقة الذكر يمكن الحكم على درجة التحرير المالي في الاقتصاد ككل بالنسبة لكل دولة، والجدول التالي يبين المعايير المستعملة في تحديد درجة التحرير المالي (تحرير جزئي أو كلي) والتي تم وضعها من طرف Ben Gamra و Clevenot.

الجدول(1-3): معايير تحديد درجة التحرير المالي

قيود سياسات الكبح المالي	تحرير جزئي	تحرير كلي	
معدلات الفائدة الدائنة والمدينة	عدم وجود رقابة وتدخل في تحديد معدلات الفائدة الدائنة والمدينة	عدم وجود رقابة وتدخل في تحديد معدلات الفائدة الدائنة والمدينة	النظام المصرفي الداخلي
القروض، الاحتياطات الإجبارية والدخول الخاص المحلي والأجنبي إلى قطاع البنوك	عدم وجود رقابة على القروض، الاحتياطات الإجبارية والدخول إلى القطاع البنكي. نسبة الاحتياطي الإجباري بين 10% و 50% لمدة تفوق 5 سنوات	عدم وجود رقابة على القروض، الاحتياطات الإجبارية والدخول إلى القطاع البنكي. نسبة الاحتياطي الإجباري لا تتجاوز 10% لمدة تقل عن سنتين.	
الاستثمارات الأجنبية في المحافظ المالية	المستثمرين الأجانب غير مصرح لهم بتملك أكثر من 49% من الأصول المالية المحلية. يوجد قيود على المساهمة في بعض القطاعات الاقتصادية.	المستثمرين الأجانب مصرح لهم بتملك أصول مالية محلية دون شروط.	الأسواق المالية
توزيع رأس المال المستثمر وأرباح الأسهم وفوائد السندات	توزيع رأس المال المستثمر وأرباح الأسهم وفوائد السندات لا يتم قبل 5 سنوات الأولى من الاستثمار	توزيع رأس المال المستثمر وأرباح الأسهم وفوائد السندات يتم في السنتين الأولى من الاستثمار.	

اقتراضات البنوك المحلية من الخارج	البنوك والمؤسسات المالية المحلية مصرح لهم بالإقتراض من الخارج لكن في وجود بعض القيود	البنوك والمؤسسات المالية المحلية تقتصر بكل حرية من الخارج بشرط أن تعلم السلطات النقدية.
حساب رأس المال	سعر صرف متعدد وقيود أخرى	عدم وجود أسعار الصرف خاصة على عمليات الحساب الجاري وتدفعات رأس المال(التحويلات المالية للعمليات) وجود قيود فيما يخص خروج رؤوس الأموال.
	وجود أسعار صرف خاصة على عمليات الحساب الجاري وتدفعات رأس المال(التحويلات المالية للعمليات) وجود قيود فيما يخص خروج رؤوس الأموال.	عدم وجود أسعار الصرف خاصة على عمليات الحساب الجاري وتدفعات رأس المال(التحويلات المالية للعمليات) وجود قيود للقيود فيما يخص خروج رؤوس الأموال.

Source : BEN GAMRA & MICHAEL CLEVENOT , les effets ambigus de la libéralisation financière dans les pays en développement croissance économique ou instabilité financière ?, HAL.ARCHIVES , paris, sept 2008, p :23.

وقد ظهرت عدة وجهات نظر حول ترتيب التسلسل بين التحرير الخارجي الذي يستلزم فتح الأسواق المالية المحلية أمام التدفقات المالية الدولية، وإزالة الحواجز أمام البنوك الأجنبية وبين التحرير الداخلي الذي يشير إلى القيام بالإصلاحات التي تسمح بحرية أكبر للأسواق المالية المحلية كإلغاء ضوابط الائتمان المحلية وإلغاء الأساليب التمييزية واشتراطات رأس المال التي تعرقل دخول المشاركين المحليين إلى السوق المحلي، فوجهة النظر التقليدية تؤكد على أهمية تحقيق استقرار اقتصادي وتطوير المؤسسات المالية قبل عملية التحرير أو بمعنى آخر القيام بالتحرير الداخلي أولاً، أما وجهة النظر البديلة فتفضل تحرير حساب رأس المال المبكر الذي يمكن أن يكون عاملاً مساعداً لإصلاحات اقتصادية أوسع أي التحرير الخارجي أولاً، وترى وجهة نظر متوسطة أن التحرير يجب أن يكون جزءاً من أسلوب معالجة متزامن مع حركة الإصلاح الاقتصادي وذلك أن عمليتي التحرير الداخلية والخارجية عمليتان متكاملتان¹.

¹ فاطمة الزهراء سعيدي ، "التحرير المالي: المكاسب والمخاطر الناتجة عنه"، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، العدد 05، جانفي

خامسا: مؤشرات التحرير المالي

لقد اختلف الاقتصاديون في عدد ونوعية المؤشرات المالية التي يتم استخدامها لمعرفة درجة التحرير المالي، فقد استخدم كل من Mackinon و Goldsmith مؤشر حجم الوساطة المالية (M_2/GDP) في حين تم استخدام مؤشرات أخرى من طرف اقتصاديون آخرون من بينهم: Levine, King Levine, Demirgue ، ويمكن حصر أهم مؤشرات التحرير المالي فيما يلي:

- حجم الوساطة المالية (M_2/GDP):

يسمى كذلك بمؤشر عرض النقود وهو يقيس درجة استخدام النقد في الاقتصاد، وعليه فهي تظهر حجم القطاع المالي في هذا الاقتصاد وبالتالي معرفة مستوى العمق المالي من خلال حجم السوق، وزيادة هذه النسبة عبر الزمن تعني تراكم أسرع لمجموعة متنوعة من الأصول المالية بصفة عامة والودائع الادخارية بصفة خاصة، وبصورة عامة تزايد هذه النسبة يشير إلى تطور حجم الوساطة المالية.¹

- نسبة القروض الموجهة للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي (CP/GDP):

فقد أظهرت البحوث النظرية والتجريبية الحديثة أن التبعة الفعالة للمدخرات المحلية والتخصيص الكفؤ للموارد يعتمدان على مدى استطاعة القطاع الخاص الحصول على القروض، ووفقاً للنموذج الذي وضعه Mackinon و Shaw فإن رصيد الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص هو المسؤول في نهاية المطاف على نوعية وتراكم رأس المال (الاستثمار)، وبالتالي النمو الاقتصادي. كما أن دراسات عديدة تجريبية أكدت على أن القروض المقدمة للقطاع الخاص تعزز الاستثمار ونمو الإنتاجية على نحو أكبر بكثير مما تحققه الائتمانات المقدمة إلى القطاع العام. وقد استخدم هذا المؤشر كل من جريجوريو وجويدوتي (1995) وديمترادس وحسين (1996)؛ ليفين وزيرفوس (1998) وبيك وليفاين (2004).²

- معدل إجمالي أشباه النقود إلى إجمالي الناتج الداخلي الخام (QM):

يقيس هذا المؤشر قدرة النظام المصرفي على جذب المدخرات الطويلة والمتوسطة الأجل، والذي يعبر

¹ موراد تھان، "تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في بلدان الشرق الأوسط وشمال افريقيا (MENA)"، مجلة الاقتصاد والاحصاء التطبيقي، المدرسة الوطنية العليا في الإحصاء والاقتصاد التطبيقي، المجلد 5، العدد2، 2008، ص:6.

² محمد عبد الكريم بوغزالة، "التطور المالي في بلدان المغرب العربي في ظل الانفتاح والتحرير المالي خلال الفترة من 1990-2013"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة ورقلة، العدد 08، 2015، ص: 135.

على مدى قدرة البنوك على توفير التمويل للعمليات الاستثمارية طويلة الأجل، ويعتبر من أهم المؤشرات التي تقيس تطور النظام المصرفي¹.

المطلب الثالث: تحليل Mackinon و Shaw لسياسة التحرير المالي

تعتبر أعمال كل من Mackinon و Shaw الأعمال المؤسسة لنظرية التحرير المالي، حيث اقترحا على الدول النامية التخلص من قيود الكبح المالي وتحرير أنظمتها المالية والمصرفية لأن الآثار السلبية التي نجمت عن سياسة الكبح المالي خاصة فيما يتعلق بوجود معدلات فائدة حقيقية سالبة ونسب مرتفعة من الاحتياطي الإلزامي وسياسة توجيه الائتمان أدت إلى وجود قطاع مالي ومصرفي مقيد، يتميز بضعف الوساطة المالية والمصرفية.

لذا سنحاول عرض أهم ما جاء به Mackinon و Shaw فيما يلي:

أولاً: أعمال Mackinon في التحرير المالي

يقوم تحليل Mackinon في إطار اقتصاد مجزأ الذي لا تعكس فيه الأسعار الندرة النسبية للموارد الاقتصادية، وفي هذا الوضع فإن كل الوحدات الاقتصادية تعتمد على التمويل الذاتي في تمويل استثماراتها، كذلك يفترض أن الاستثمار غير قابل للتجزئة أي أنه ممول كلياً تمويلًا ذاتياً يتطلب تراكمًا مسبقاً (ادخار).

تكمن المساهمة الرئيسية لـ Mackinon في إعادة صياغة دالة الطلب على النقود بحيث تتلاءم مع وضعية اقتصاد الدول النامية الذي يتميز بضعف هيكله المالية وتختلف نظامه المصرفي وعدم تطور وتنوع الأدوات المالية فيه، وفي ظل هذه الوضعية فإن أهم مصدر لتمويل الاستثمار هي الودائع المتراكمة لدى الجهاز المصرفي والادخار من الدخل الجاري، ويرى Mackinon أن النقود باعتبارها وسيلة دفع فإنها تعتبر الأصل المالي الأكثر أهمية في الدول النامية، وبهذا تصبح النقود في هذه الدول قناة الزامية لتراكم رأس المال.²

¹ سيد أحمد شكوري، "التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي"، دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة تلمسان، 2005-2006، ص: 143.

² عبد القادر بريش & محمد طرشي، "التحرير المالي وعدى الأزمات المالية-أزمة الرهن العقاري-"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، جامعة خميس مليانة، 5 و 6 ماي 2009، ص: 08.

1- دالة الطلب على النقود وتكاملية النقود ورأس المال:

انتقد Mackinon نظرية المحفظة التي تعتبر أن النقود ورأس المال أصولا بديلة وهذا ما يفرض صياغة دالة الطلب على النقود على الشكل التالي:¹

$$\left(\frac{M}{P}\right)^d = H(Y, r, d - p^*)$$

حيث:

Y : الدخل الحقيقي الإجمالي.

r : العائد الحقيقي على رأس المال والأصول المالية الأخرى.

$d-p^*$: معدل الفائدة الحقيقي على الودائع ويساوي الفرق بين معدل الفائدة الاسمي على الودائع (d) ومعدل التضخم المتوقع (p^*).

$\partial H/\partial Y > 0$ كلما زاد الدخل يزيد الطلب على الأرصدة الحقيقية (الادخار).

$\partial H/\partial r > 0$ يدل على وجود علاقة عكسية بين الطلب على الأرصدة الحقيقية ومعدل العائد على رأس المال والأصول المالية r ، أي عندما يرتفع العائد على رأس المال ينخفض الطلب على النقود (يقبل الميل للادخار) لأن الأفراد يفضلون في هذه الحالة استثمار أموالهم على شكل أسهم أو سندات عوض الاحتفاظ بها على شكل ودائع بنكية وهذا يدل على أن النقود ورأس المال تعتبر أصولا بديلة ولا وجود لتكاملية بينهما.

$\partial H/\partial (d-p^*) > 0$ معناه عندما يرتفع العائد الحقيقي على حيازة النقد يزيد الطلب على الأرصدة الحقيقية (الإيداعات البنكية).

وبالنظر لمفهوم الاقتصاد الجزأ والفرضيات المرتبطة به، فإن Mackinon لا يعتقد أن نظرية المحفظة يمكن أن تنطبق على اقتصاد متخلف يتميز بضعف القطاع المالي وعدم تنوع الأدوات والأصول المالية التي تتيح للمدخر الاختيار بين قنوات ادخار متعددة.

انطلاقا من الفرضيات سابقة الذكر التي وضعها Mackinon فإن الدالة الجديدة للطلب على الأرصدة الحقيقية تأخذ الصيغة التالية:

¹ سيد أحمد شكوري، "التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي"، مرجع سبق ذكره، ص: 46-47.

$$\left(\frac{M}{P}\right)^d = L(Y, I/Y, d - p^*)$$

حيث:

Y: الدخل الجاري.

I/Y: الاستثمار إلى الدخل.

d-p*: معدل العائد الحقيقي على النقود.

$\partial L / \partial (I/Y) > 0$: معناه الطلب على الأرصدة الحقيقية دالة متزايدة في الاستثمار والذي يدل على وجود تكاملية بين النقود ورأس المال، وهذا يعني أن تراكم الادخار يؤدي إلى تراكم رأس المال وفي ظل افتراض عدم قابلية الاستثمار للتجزئة فإن النقود تصبح قناة الزامية لتراكم رأس المال، ويصبح الطلب على الاستثمار دافع جديد في دالة الطلب على النقود.

وبالتالي فإن Mackinon يعتبر الادخار ضروري من أجل الاستثمار، لهذا ينبغي تخفيف القيود على أسواق رأس المال المحلية وتوجيه المدخرات إلى القطاعات الإنتاجية من أجل زيادة الاستثمار وبالتالي رفع النمو الاقتصادي.

2- في المرحلة الثانية يخفف Mackinon قيود التمويل الذاتي ويفترض وجود نظام مالي أكثر تفصيلاً، وتوصل إلى نفس النتيجة وهي أن سعر الفائدة يلعب دوراً رئيسياً في عملية تراكم رأس المال ومن الضروري أن تعمل الدولة على تحريره وتحديد مستوى توازنه.

ثانياً: أعمال Shaw

تعتبر مساهمة Shaw تكملة لما جاء به Mackinon حول دور التحرير المالي في تحقيق مستويات أكبر من النمو الاقتصادي في الدول النامية.

أراد Shaw أن يبين أن التطور المالي يعتبر شرط ضروري لتحقيق مستويات أعلى للنمو الاقتصادي، ويرى أن الأثر الإيجابي للتحرير المالي على النمو الاقتصادي يمر عبر تحرير معدلات الفائدة الحقيقية والتي يجب أن تتحدد في السوق حسب العرض والطلب على الموارد المالية بشكل يعكس الندرة النسبية للادخار، ويبين Shaw أن خصوم البنوك التجارية والمؤسسات المالية تزداد عند ارتفاع المعدل الحقيقي لمعدل الفائدة على الودائع المالية الأمر الذي يوفر لهذه البنوك والمؤسسات المالية الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الإنتاجية فيرتفع بذلك النمو الاقتصادي.

وبذلك تختلف مقارنة Mackinon عن Shaw حيث أن Mackinon يصف أثار الزيادة في أسعار الفائدة الحقيقية كوسيلة لتحقيق اقتصاد بدائي، في حين أن Shaw يعمل على سياق اقتصاد موحد أين تكون البنوك والمؤسسات المالية هي الوسيطة بين المدخرين والمستثمرين.

المبحث الثاني: العلاقة بين العولمة المالية وتحرير حساب رأس المال

تعتبر ظاهرة العولمة المالية قديمة قدم النظام الرأسمالي نفسه، ويقول تقرير أفاق الاقتصاد العالمي الصادر في ماي 1997: كان تحرك رأس المال الخاص فيما قبل الحرب العالمية الأولى يتم بلا قيود، فقد تدفق الكثير منه في شكل سندات لتمويل السكك الحديدية وغيرها من مشروعات البنية الأساسية في العالم الجديد، وفي شكل ديون حكومية طويلة الأجل على الرغم من وجود استثمار أجنبي مباشر كبير¹.

المطلب الأول : مفهوم العولمة المالية وأسباب ظهورها

لا تعتبر العولمة المالية ظاهرة جديدة، ولكن عمق الإبعاد التي يتم دراستها بها في هذه الأيام واتساعها هو الذي يشكل مجالا غير مسبوق عن ذي قبل، فمع نهاية الحرب العالمية الثانية أغلقت الأسواق المالية في معظم الدول ولكن منذ ذلك الحين قامت دول عديدة بتقليل الحواجز المفروضة أمام التجارة عبر الحدود بدرجة كبيرة في الأصول المالية وتحرير الأصول المالية هو عادة ما يطلق عليه العولمة المالية².

أولا: مفهوم العولمة المالية

أصبحت العولمة المالية الهاجس الطاعني في المجتمعات المعاصرة، حيث اختلفت مفاهيمها باختلاف الأطراف التي تناولت هذه الظاهرة من أكاديميين وسياسيين واقتصاديين واجتماعيين، إلا أن واقع حال المرئي الملموس منها يظل محصورا في الزاوية الاقتصادية وتحديد الجانب المالي أو ما يسمى بالعولمة المالية. فالعولمة المالية باعتبارها المستوى الملموس وبشكل كافي من المستويات المتعددة لظاهرة العولمة، ارتبط ظهورها بثلاث مؤشرات أساسية³:

1- التحرير المالي: حيث يعد جزءا هاما من مكونات الليبرالية الجديدة التي بدأت عقب هزيمة الكينزية في تفسير ظاهرة التضخم الركودي في عقد السبعينات.

2- نهاية عصر بريتن وودز والتحول من أسعار الصرف الثابتة إلى أسعار التعويم ويتجلى ذلك في:

¹ رمزي زكي، "العولمة المالية"، مرجع سبق ذكره، ص: 550.

² مصطفى يوسف كافي، "الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات (جذورها، أسبابها، تداعياتها، آفاقها)"، مكتبة الجمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2013، ص: 247.

³ أمير السعد، "قضايا نظرية في العولمة المالية"، مجلة التواصل، جامعة باجي مختار عنابة، العدد 15، ديسمبر 2005، ص: 22-23.

- ظاهرة التضخم الركودي " التضخم والبطالة".

- الفائض الذي كان يحدث في اليابان وألمانيا الغربية.

3- نهاية الحرب الباردة: وما ترتب عليها من إحلال التوازن بين العمل ورأس المال ارتباطا بهذه المؤشرات، تزايدت عملة الأسواق المالية، ويتجلى ذلك في الحركة الراهنة لرأس المال المالي الدولي. وقد تعددت تعريفات العملة المالية يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

- تمثل من وجهة نظر Harris في الاهتمام بصفة عامة بزيادة تدويل الإنتاج والتوزيع والتسويق للسلع والخدمات كما تتمثل في التطورات التي لها تأثير عميق على موضوع الاقتصاد ككل والاقتصاد الدولي بشكل خاص¹.

- عرف صندوق النقد الدولي العملة المالية على أنها: تزايد الاعتماد المالي والاقتصادي المتبادل بين دول العالم بوسائل متعددة منها زيادة حجم وتنوع معاملات السلع والخدمات عبر الحدود والتدفقات الرأسمالية الدولية، وكذلك سرعة ومدى انتشار التقنية².

- حسب عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي : أن العملة المالية هي الانفتاح بدون حدود أو شروط على نشاط رأس المال الدولي الخاص، والقيام باستثمارات مالية كالمتاجرة في العملات والأوراق المالية التي تتخذ من سوق رأس المال مركز لها³.

من خلال التعاريف السابقة يمكن تقديم تعريف شامل للعملة المالية على أنها ترابط وتكامل الأسواق المالية المحلية والدولية، من خلال إلغاء القيود على تدفقات رؤوس الأموال. يمكن الاستدلال على العملة المالية بمؤشرين هما:⁴

المؤشر الأول: يقصد به تطور حجم المعاملات عبر الحدود من الأسهم والسندات في الدول الصناعية المتقدمة، حيث تشير البيانات إلى المعاملات الخارجية من الأسهم والسندات كانت تمثل أقل من 10% من الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول عام 1980 بينما وصلت إلى ما يزيد من 100% في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا عام 1996 وعلى ما يزيد من 200% في كل من فرنسا وإيطاليا وكندا في نفس العام.

¹ صالح مفتاح، "العملة المالية"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 02، جوان 2002، ص: 206.

² عمر صقر، "العملة وقضايا معاصرة"، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص: 05.

³ عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، "العملة المالية وامكانية التحكم : عدوى الأزمات المالية"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2004، ص: 16.

⁴ سعاد يحيى، "مخاطر عملة الأسواق المالية دراسة حالة سوق المال الكويتي"، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 22، ديسمبر 2017، ص: 23.

المؤشر الثاني: فإن بياناته تشير إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي قد ارتفع من نحو 200 مليار دولار أمريكي في منتصف الثمانينات إلى حوالي 102 ترليون دولار أمريكي في عام 1995، وهو ما يزيد عن 84% من حجم الاحتياطات الدولية لجميع بلدان العالم عام 1995.

ثانيا: أسباب ظهور وتطور العولمة المالية

إن العولمة المالية تسارعت بوتيرة أكبر في القرن الواحد والعشرين، وبشكل أكبر مما كان عليه الحال خلال الربع الأخير من القرن العشرين، وذلك بسبب جملة من الأسباب والعوامل نوجزها فيما يلي:

1- تنامي الرأسمالية المالية:

لقد كان للنمو الذي حققه رأس المال المستثمر في الأصول المالية والمتجسد في صناعة الخدمات المالية بمكوناتها المصرفية وغير المصرفية كالبنوك التجارية، شركات التأمين، صناديق الاستثمار وصناديق المعاشات، من خلال تنوع أنشطته وزيادة تركزه دورا أساسيا في إعطاء قوة الدفع لمسيرة العولمة المالية فأصبحت معدلات الربح التي يحققها رأس المال المستثمر في الأصول المالية تزيد بعدة أضعاف عن معدلات الربح التي تحققها قطاعات الإنتاج¹.

هذا الصعود الكبير الذي حدث في الرأسمالية المالية ارتبط أيضا بظهور ما يسمى بالاقتصاد الرمزي. والذي يعني من ملاحظة النقلة النوعية في وظيفة رأس المال المالي الدولي هو:²

- كوننا إزاء حالة واسعة الانتشار في الاقتصادات الغربية تحركها مؤشرات البورصات العالمية : مؤشر داوجونز، نيكاي، داكس، بهذا نلاحظ أنه شديد التأثير بأية تغيرات تحدث في أسعار الفائدة وأسعار الصرف الأجنبي، وموازن المدفوعات ومعدلات البطالة وتغيرات المستوى العام للأسعار.

- كوننا إزاء اقتصادات تتأثر بالشائعات والعوامل النفسية وبيانات وزارة المالية ومحافظي البنوك المركزية والمسؤولين.

- كوننا إزاء سمة مغايرة في الارتباط، حيث في الأصل ترتبط الثروة المالية بالثروة العينية، إلا أن النقلة النوعية في صعود رأس المال المالي الدولي أدى إلى أن تصبح الثروة المالية مستقلة إلى حد بعيد عن الثروة العينية، وهذا يعني انفصال دائرة العلاقات النقدية عن الدائرة الحقيقية للاقتصاد الوطني.

¹ فؤاد مرسي، "الرأسمالية تجدد نفسها"، سلسلة عالم المعرفة، الكويت، العدد 47، مارس 1990، ص: 235.

² أمير السعد، "قضايا نظرية في العولمة المالية"، مرجع سبق ذكره: ص: 27.

2- ظهور الابتكارات المالية:

ارتبطت العولمة المالية بظهور العديد من الأدوات المالية الجديدة التي تسمى الابتكارات أو المشتقات المالية، التي تتعامل مع التوقعات المستقبلية والتي تتيح للمستثمرين عدة امتيازات منها: تنوع محافظهم الاستثمارية، التغطية ضد مختلف المخاطر المالية، المضاربة.

وقد ساعد في ظهور هذه الأدوات الاضطرابات التي سادت أسواق الصرف الأجنبي نتيجة تعويم أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة، بهدف تأمين الحماية للمستثمرين وزيادة المنافسة بين المؤسسات المالية ولاسيما تلك التي دخلت مجددا إلى السوق¹.
ومن أهم هذه المشتقات المالية مايلي:

- **الخيارات:** إن خيار الشراء أو البيع يمنح للبائع الحق في شراء أو بيع الأسهم في أوراق معينة بسعر محدد خلال وقت محدد مقابل هامش، فيكون فيها تنفيذ العقد اختياريا من قبل المشتري، أي يمنح للمستثمر حق بيع أو شراء عدد من الأسهم والسندات والعملات إلى طرف آخر بسعر محدد مقدما وقد ينص على تنفيذ الاتفاق في تاريخ أو خلال فترة معينة.²

- **العقود المستقبلية:** هي عبارة عن عقود قانونية تنفذ في المستقبل لورقة مالية معينة أو تشكيلة من الأوراق (أسهم وسندات)، وفي تاريخ التنفيذ لا يتم تسليم الأوراق محل التعاقد، بل يتم تسليمها في وقت محدد مقابل مبلغ محدد يتم الاتفاق عليه أثناء التعاقد.

- **المقايضات:** وهي اتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل تدفقات نقدية في تاريخ معين وهي المبادلات التي يتبادل طرفها مدفوعات الفائدة الخاصة بكل منهما والمحسوبة بناء على معدلات الفائدة الثابتة أو المتغيرة أو يكون التبادل لمدفوعات خدمة الدين بكل منهما والمقومة بعملات مختلفة، وهذه التقنية تمكن المدينين من تغيير العملة المقومة بها الدين أو طريقة سداد مدفوعات خدمة هذا الدين أو طريقة حساب معدل الفائدة عليه.³

¹ محمد افتخار & عباس أثير ، العولمة المالية وأثرها في المصارف الإسلامية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، العدد 42، 2013، ص: 204.

² صالح مفتاح ، العولمة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 210.

³ هالة حلمي السعيد، "الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة"، بنك الكويت الصناعي، العدد 58، سبتمبر 1999، ص: 15.

3- عجز الأسواق الوطنية عن استيعاب الفوائض المالية:

حدثت موجة عارمة من تدفقات رؤوس الأموال الدولية والتي عجزت الأسواق الوطنية عن استيعابها، فاتجهت تلك الفوائض تبحث عن فرص أفضل للاستثمار في الخارج ومعدلات عائد أعلى. على الرغم من قدم ظاهرة الاستثمار الأجنبي في الأسواق المالية الخارجية إلا أن الجديد في ظاهرة رؤوس الأموال هو:

- تعاضم حجمها بمعدلات كبيرة.
- تنوع الأدوات المالية.
- الارتباط الشديد بين الأسواق المالية لمختلف دول العالم.
- الاستقلالية الكبيرة نسبياً التي تتحرك بها الأموال بعيداً عن متطلبات حركة التجارة الدولية.

4- التطور التكنولوجي وانخفاض تكاليف النقل والاتصالات:

ساهمت التطورات المرتبطة بثورة المعلومات والاتصالات وكذا التقنيات الحديثة ذات الصلة بهما، ومنها التوسع في استخدام الحاسوب والانترنت في ربط الأسواق المالية والنقدية وتوحيدها على نطاق العالم ككل في ظل التحرير المالي، الأمر الذي أدى إلى توظيف التكنولوجيا المتطورة في خدمة المصالح الرأسمالية¹.

5- تطور سوق العملات الأورو دولية وسوق السندات الدولية:

تمثل سوق العملات الأورو الدولية سوق للعملات خارج حدودها الوطنية، وتتمتع هذه الأسواق خاصة سوق الأورو دولار بالحرية وعدم خضوعها للقيود التي تفرضها السلطات النقدية الوطنية، وقد تطور هذا السوق بشكل كبير بعد إيداع الدول النفطية فوائضها في البنوك العالمية في هذا السوق بسبب ارتفاع أسعار النفط سنة 1973 بما يسمى بالبترودولار والحركة المتزايدة لهذه الأموال أعطت دفعا كبيرا لتطور العملة. كما تعتبر سوق السندات الدولية من أكثر أسواق رأس المال تحراً وسهولة في الوصول إليها بهدف الحصول على قروض طويلة الأجل من جانب المقترضين الدوليين، وقد بدأت هذه الأسواق تحتل مركزاً بارزاً في مجال الاستثمارات المالية الدولية منذ مطلع الستينات من القرن العشرين².

¹ فليح حسن خلف، "العملة الاقتصادية"، عالم المكتب الحديث، الأردن، 2010، ص: 190.

² جاب الله عادل رياض، "العملة المالية وانعكاساتها على أداء أسواق الأوراق المالية العربية"، مجلة البديل الاقتصادي، جامعة الجلفة، المجلد 02، العدد 02، ص: 186.

6- إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية:

حدثت تغيرات كبيرة في صناعة الخدمات المالية وإعادة هيكلتها على مدى العقدين الماضيين، لعبت دورا هاما في الإسراع من وتيرة العولمة المالية أهمها:

- توسعت نطاق أعمال البنوك محليا ودوليا على ضوء عمليات التحرير المالي، حيث تنوعت مصادر البنوك واستخداماتها.
- ظهور منافس قوي للبنوك التجارية والمتمثل في المؤسسات المالية غير المصرفية كشركات التأمين، صناديق الاستثمار ...
- ارتفاع نسبة الاندماج فيما بين البنوك وشركات التأمين عبر مختلف الدول.

7- التحرير المحلي والدولي:

إن زيادة عمليات التحرير المالي أدى إلى زيادة تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود، الأمر الذي أدى إلى تسارع العولمة المالية.

المطلب الثاني: تحرير حساب رأس المال وإجراءاته

عملت العديد من الدول نحو التوجه إلى تحرير حساب رأس المال الذي يعتبر أحد أهم جوانب التحرير المالي كواقع محتم وليس خيارا لمواكبة التطورات على المستوى العالمي، والذي يتضمن إزالة وإلغاء القيود على التدفقات ومعاملات حساب رأس المال لميزان المدفوعات.

أولا: مفهوم حساب رأس المال ومكوناته

1- تعريف حساب رأس المال

يمثل حساب رأس المال القسم الثالث من أقسام ميزان المدفوعات، حيث يشمل هذا البند جميع ما يطرأ على أصول المقيمين من تغيرات اتجاه الأفراد غير المقيمين، أي كل التدفقات الرأسمالية الوافدة إلى البلد والخارجة منه، وينقسم إلى رأس مال طويل الأجل ورأس مال قصير الأجل.

كما يبين حساب رأس المال في الحسابات الدولية التحويلات الرأسمالية مستحقة القبض ومستحقة الدفع بين المقيمين وغير المقيمين، واقتناء الأصول غير المنتجة غير المالية والتصرف فيها بين المقيمين وغير المقيمين.¹

¹ صندوق النقد الدولي، "دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي"، الطبعة السادسة، 2009، ص:216.

2- مكونات حساب رأس المال:

يتكون حساب رأس المال من العناصر التالية:

- حساب رأس المال طويل الأجل: ويتضمن كل التدفقات المالية التي تزيد مدتها عن سنة أي يستحق سدادها بعد سنة أو أكثر، كالقروض طويلة الأجل، الاستثمارات المباشرة والأوراق المالية أي بيعها وشرائها من وإلى الخارج.

- حساب رأس المال قصير الأجل: وهي التدفقات المالية التي لا تتجاوز مدة بقائها السنة مثل الودائع المصرفية والعملات الأجنبية والأوراق المالية القصيرة الأجل والقروض القصيرة الأجل...
كما يمكن تلخيص أهم المعاملات التي يتضمنها حساب رأس المال في النقاط التالية:¹

- المعاملات الخاصة بالائتمان التجاري والمالي والضمانات والكفالات والتسهيلات المالية التي تشمل التدفقات للدخل والتدفقات للخارج.
- المعاملات المتعلقة بالبنوك التجارية، وهي تشمل الودائع غير المقيمة، واقتراض البنوك من الخارج (تدفقات إلى الداخل) وعلى القروض والودائع الأجنبية (تدفقات إلى الخارج).
- المعاملات المتعلقة برؤوس الأموال الشخصية وتشمل المعاملات الخاصة بالودائع، أو القروض، أو الهدايا، أو المنح، أو الميراث، أو التركات، أو تسوية الديون.
- المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر: هو أن تقوم شركة أو شخص غير مقيم بتملك مالا يقل عن 10 % من رأس مال شركة محلية في دولة ما. حيث تشمل هذه المعاملات رأس مال حقوق الملكية وتحويلات الأرباح عبر الحدود.
- المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات والمشتقات.
- المعاملات المتعلقة بأصول الثروة العقارية، أي المعاملات الخاصة بشراء أو بيع العقارات التي تتم محليا، بواسطة غير مقيمين، أو شراء العقارات في الخارج بواسطة مقيمين.

¹ أحمد غربي & جميلة صحراوي ، "التحرير المالي وأثره في حساب رأس المال دراسة حالة الجزائر للفترة من 1992-2013"، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، المجلد 18، العدد 03، 2014، ص:60.

ثانيا: تحرير حساب رأس المال

1- مفهوم تحرير حساب رأس المال

قدمت عدة تعاريف لتحرير حساب رأس المال يمكن تقديم أهمها فيما يلي:

- يقصد بتحرير حساب رأس المال إلغاء الحظر على معاملات حساب رأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات، والتي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال مثل الديون والأسهم، الاستثمار الأجنبي المباشر والثروات، وعليه فإن تحرير حساب رأس المال يرتبط كذلك بإلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي والضوابط الأخرى المتعلقة بهذه المعاملات¹.

- يعتبر تحرير حساب رأس المال بأنه حرية تحويل التدفقات النقدية والمالية العابرة لحدود الدول والخارجة منها في إطار التكامل المالي والاقتصادي العالمي، وعادة ما تكون طويلة الأجل وهي التي تزيد فترتها عن العام مثل الاستثمارات المباشرة والقروض طويلة الأجل وأقساط سدادها أو قصيرة الأجل وهي التي تقل فترتها عن العام².

- يشير تحرير حساب رأس المال بمعناه الواسع إلى تخفيف القيود على رأس المال عبر حدود البلد³. من خلال التعاريف السابقة يمكن تقديم تعريف شامل لتحرير حساب رأس المال على أنه إلغاء المعاملات على حساب رأس المال، وحرية التعامل بمختلف أشكال رؤوس الأموال، واعتماد سعر صرف متغير يتحدد وفقا لقوى العرض والطلب.

ويشير خبراء صندوق النقد الدولي في هذا الخصوص إلى قضيتين⁴:

الأولى: من الأفضل البدء في تحرير التدفقات طويلة الأجل قبل التدفقات قصيرة الأجل وتحرير الاستثمار الأجنبي المباشر قبل تحرير استثمار المحافظ المالية أو الاستثمار غير المباشر.

الثانية: أن التحرير الشامل لمعاملات وتحويلات رأس المال لا يعني التخلي عن كل القواعد والنظم المطبقة على معاملات العملة الأجنبية، بل ربما احتاج الأمر إلى تقوية القواعد المنظمة المتعلقة بمعاملات وتحويلات العملة الأجنبية التي يجريها غير المقيمين.

¹ شذا جمال خطيب & صغفق الركبي، "العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص ص: 31-32.

² يوسف عثمان إدريس، "تحرير حساب رأس المال المزاي والمخاطر"، المصرفي، بنك السودان المركزي، العدد 35، مارس 2005، ص: 01.

³ إيهان كوزلاو & إيسو ايراساد، "تحرير قيود حساب رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، المجلد 41، العدد 03، سبتمبر 2004، ص: 50.

⁴ باري جونسون، "تسلسل الإجراءات لتحرير حساب رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية، ص ن د، واشنطن، ديسمبر 1998، ص: 23.

2- متطلبات تحرير حساب رأس المال:

دعى كل من Fisher and Reisen إلى ضرورة العمل على تأخير فتح حساب رأس المال لأن الاستعجال في التحرير الخارجي قد يؤدي إلى إمكانية فقدان الاستقلالية النقدية، وبالتالي ضعف الأدوات المستخدمة لتحقيق الاستقرار في حالة عدم إمكانية استخدام السياسة المالية بمرونة.

وحتى في حال وجود فسحة من الاستقلالية النقدية، ففي ظل فتح حساب رأس المال فهناك الحاجة إلى¹:

- إنشاء وتعميق الأسواق النقدية وأسواق الأوراق المالية المحلية وذلك للتمكن من تجميع تدفقات رأس المال إلى الداخل.
- تطوير النظام المصرفي المحلي لضمان أن التحرير المالي الخارجي لا يقود إلى أسعار فائدة محلية مرتفعة، ووساطة مالية مفرطة وهي الحالة التي يستلم وفقها المدخرون عوائد مرتفعة جدا على مدخراتهم في النظام المالي المحلي أثناء تحرير النظام المالي.
- تعزيز المنافسة لتحقيق التخصيص الأمثل للموارد في القطاع المالي.
- تقوية الإجراءات الرقابية التحوطية وإنشاء أنظمة للمحاسبة لتتماشي مع المخاطر.
- التخلص من الديون المعدومة لتعزيز السمعة التجارية لمنتجات البنوك.
- تقوية الرقابة المالية قبل إجراءات التحرير المالي الخارجي، لمنع هروب رؤوس الأموال للخارج أو التضخم.

إن تحرير حساب رأس المال يؤكد الحاجة والضرورة لإصلاحات القطاع المحلي، من خلال الكشف عن مقدرة الوسطاء المحليين على ضمان توجيه تدفقات رأس المال إلى الاستخدام الأمثل، أو الكشف عن الحاجة لتعزيز الوسطاء المحليين بآخرين أجانب أو اللجوء إلى إعادة هيكلة المؤسسات المالية والمصرفية المحلية في ظل الضغوط التنافسية من نظيرتها الأجنبية².

3- أشكال تحرير حساب رأس المال:

يعرف تحرير حساب رأس المال بين الدول شكلين هما :

¹ أحمد الكواز، "طبيعة الجدل حول السياسات الاقتصادية وترتيب أولويات الإصلاح"، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2012، ص ص: 06-05.

² احمد عبد الكريم بوغزالة، "التطور المالي في بلدان المغرب العربي في ظل الانفتاح والتحرير المالي خلال الفترة من 1990-2013"، مرجع سبق ذكره، ص: 128.

- التحرير الجزئي لحساب رأس المال: حيث تقوم الدولة التي تتبنى هذا الشكل بتحرير بعض مكونات حساب رأس المال وتحتفظ بقيود على المكونات الأخرى، هذا الشكل يحمي الدولة من الأزمات والتقلبات الاقتصادية العالمية لكن في نفس الوقت يجرمها من المكاسب التي تنجم عن التحرير الكلي لحساب رأس المال.

- التحرير الكلي لحساب رأس المال: والذي يتمثل في قيام الدولة بتحرير جميع مكونات حساب رأس المال في ميزان المدفوعات، ويتم ذلك بطريقتين:

➤ **تحرير حساب رأس المال بشكل سريع:** حيث تقوم الدولة بإزالة كافة القيود في وقت واحد، وقد اتبعت هذه الطريقة بعض الدول مثل الأرجنتين والأوروغواي والمملكة المتحدة ونيوزلندا في السبعينات، لكن هذه الطريقة لم تحقق النجاح ذاته في تلك الدول، ففي حين استطاعت المملكة المتحدة ونيوزلندا الاستفادة من مكاسب التحرير، باءت جهود الأرجنتين والأوروغواي بالفشل، حيث تبين أنه كان يتعين عليها القيام بسياسات إصلاحية قبل تحرير القطاع المالي، لذلك ينصح باستخدام هذا المنهج في الدول ذات الأنظمة المالية القوية، والتي تمتلك أدوات رقابية صارمة، حيث تحقق لها مكاسب سريعة وفعالة بينما يحميها نظامها المالي القوي من أية أزمات تنتج عن التحرير¹.

➤ **تحرير حساب رأس المال بشكل تدريجي:** إن تجارب بلدان المخروط الجنوبي لأمريكا اللاتينية أشارت إلى أنه كي يستطيع بلد ما تحقيق الاستمرار في قابلية حساب رأس المال للتحويل، وتقليل المخاطر المالية المقترنة به، يتعين عليها انتهاج سياسات تنظيمية قبل تقرير انفتاح القطاع المالي، وعلى العكس من ذلك فإن تدفقات رؤوس الأموال بغرض المضاربة تجعل من الصعب تحقيق الانفتاح لحساب رأس المال، لذلك فإن التدرج في عملية التحرير يساعد في كسب الوقت لإحداث تغييرات هيكلية في الأسواق المالية حتى تستطيع العمل في المناخ الدولي².

وأيا كان الأمر فإنه مما لا شك فيه أن نمو المعاملات المالية الدولية وزيادة تدفقات رؤوس الأموال الدولية في العقدين الماضيين كان راجعا إلى حد كبير إلى عمليات التحرير التي حدثت في حساب رأس المال للعديد من البلدان الصناعية المتقدمة ولبعض البلاد النامية والدول التي كانت اشتراكية، ونظرا لضخامة الآمال

¹ شذى يوسف عبد الخالق، "الاستثمار ومحدداته في ظل التحرير المالي : دراسة عينة من الدول العربية في الفترة من 1993-2003"، أطروحة دكتوراه، الجامعة الأردنية، 2008، ص: 21.

² العقريب كمال & بلوكاريف نادية، "دوافع وتحديات تحرير حركة رؤوس الأموال في القطاع المالي دراسة حالة البلدان النامية"، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، جامعة المدية، العدد 06، سبتمبر 2016، ص: 178.

المعلقة من جانب البلدان ذات الفائض والشركات دولية النشاط وصناديق الاستثمار فيما يمكن أن يحققه تحرير حساب رأس المال من فرص استثمارية مجزية، ومن استيعاب لفائض رؤوس الأموال¹.

المطلب الثالث: أشكال تدفقات رؤوس الأموال وأسبابها

أصبحت حركة رؤوس الأموال ذات أهمية كبيرة بالنسبة للاقتصاديات الناشئة، حيث تأخذ هذه الحركة عدة أشكال، وهي تشكل مصدر أساسي للاستثمار ووسيلة لنقل التكنولوجيا وحافزا لتعميق السوق المالي. يعرف البنك الدولي صافي التدفقات المالية على أنها صافي التدفقات من القروض التي تزيد فترة استحقاقها عن سنة واحدة مطروحا منها التسديدات، بالإضافة إلى المساعدات الرسمية وصافي الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار في محافظ الأسهم².

والأصل في التدفقات الرأسمالية أنها تعكس تدفقات عينية بين الدول، إذ أن حجم التجارة الدولية من السلع والخدمات يعكس حجما معينا من تدفقات رؤوس الأموال³.

أولا: أشكال تدفقات رؤوس الأموال

تأخذ تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية عدة أشكال يمكن تقسيمها إلى مجموعتين⁴:

1- رأس المال أحادي الجانب:

هذا النوع من رأس المال يصنف في العمليات الجارية من وجهة النظر المحاسبية، إلا أنه يبقى رأس مالا من حيث طبيعته، فالبلد المتلقي لهذا النوع من رأس المال لا يترتب عليه التزامات سياسية وأهم أشكال هذا النوع هي:

- التعويضات التي تدفعها الدول المهزومة في الحرب إلى البلدان المنتصرة أو البلدان المعتدى عليها.
- الإعانات والمساعدات والهبات التي تقدمها الحكومات، أو بعض الهيئات الخاصة إلى الدول الأخرى.
- الأموال التي يرسلها المهاجرون إلى ذويهم في وطنهم الأم.

¹ رمزي زكي، "العولمة المالية"، مرجع سبق ذكره، ص: 562.

² أحمد طلفاح، "التدفقات المالية واشكالاتها"، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، بحوث جسر التنمية، ص: 04.

³ هزاع مفلح، "التمويل الدولي"، منشورات الجامعية، سوريا، 2007، ص: 22.

⁴ جمال محمد أحمد & ابراهيم السيد، "التمويل الدولي"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2016، ص: 115.

2- الاستثمارات الدولية: ينشئ هذا الاستثمار التزاما ماليا على البلد الملتقي للاستثمار على خلاف رأس المال أحادي الجانب، حيث يجبر الدولة على تسديد قيمة الأصل بالإضافة إلى دفع الفوائد المترتبة ويمكن التمييز بين عدة أشكال من الاستثمارات الدولية حسب المعايير المعتمدة:

- من حيث الجهة القائمة: إلى استثمارات حكومية وهي تقوم بها السلطات العامة واستثمارات خاصة تقوم بها مؤسسات خاصة.

- من حيث طبيعة الاستثمارات الدولية:

➤ استثمارات أجنبية مباشرة: والتي تنطوي على علاقة طويلة المدى وتعكس مصالح دائمة ومقدرة على التحكم الإداري بين شركة في البلد الأم وشركة أو وحدة إنتاجية في بلد آخر¹.

كما يقوم الاستثمار الأجنبي المباشر على تملك شخص غير مقيم مالا يقل عن 10% من رأس مال شركة محلية في دولة ما².

➤ استثمارات أجنبية غير مباشرة: يقصد به ذلك الاستثمار الذي يحصل فيه المستثمر على عائد رأسمالي دون أن تكون له السيطرة على المشروع، ولا تنتقل على اثر هذه الاستثمارات المهارات والخبرات الفنية والتكنولوجيا الحديثة المرافقة لرأس المال كما هو الحال في الاستثمار الأجنبي المباشر، وتأخذ الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة شكل الاستثمار في محافظ الأوراق المالية³.

- من حيث حرية البلد الملتقي في استخدامه لرأس المال: ومعيار التمييز هنا هو استثمارات مقيدة واستثمارات حرة.

- من حيث المدة الزمنية للاستثمارات الدولية: والتي تنقسم إلى استثمارات طويلة الأجل (أكثر من سنة) واستثمارات قصيرة الأجل (أقل من سنة).

ثانيا: أسباب تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية

هناك العديد من الأسباب تؤدي إلى انتقال رؤوس الأموال الأجنبية من بلد إلى آخر يمكن تقسيمها إلى أسباب داخلية وأخرى خارجية.

¹ أحمد طلفاح، "التدفقات المالية وإشكالاتها"، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

² شذا جمال خطيب & صغفق ركيبي، "العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص: 29.

³ نزيه عبد المقصود مبروك، "الأثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص: 56.

1- الأسباب الداخلية: وتنقسم بدورها إلى:

- فجوة التمويل المحلي:

تدخل التدفقات الدولية لرأس المال في إطار ما يعرف بالتمويل الدولي والذي يمثل جانبا مهما من العلاقات الاقتصادية الدولية المرتبطة بتوفير رؤوس الأموال دوليا، وتأتي أهميتها كوسيلة لسد الفجوة في المدخرات المحلية للبلد الممول، وتعادل رأس المال الأجنبي اللازم لتحقيق معدل النمو المطلوب، هنا يبرز الدور الحيوي لرأس المال الأجنبي في عملية التنمية الاقتصادية خاصة بالنسبة للدول النامية التي تسعى لمعالجة النقص المستمر في ادخاراتها المحلية والإيفاء بالتزاماتها المالية في خضم تفاعلاتها الاقتصادية الدولية¹.

- الزيادة في إنتاجية رأس المال:

يبنى قرار الاستثمار على أساس المقارنة بين معدل الربحية المتوقع وبين التكلفة المحققة للمشروع المقترح، وعادة ما يعبر عن الإيرادات المستقبلية بشكل نسب مئوية من العائد بالإنتاجية الحدية لرأس المال، وبالتالي تتأثر حركة رأس المال الأجنبي بدافع الربح، وعليه وبافتراض ثبات العوامل الأخرى فإن رأس المال الخاص يجذب إلى تلك البلدان التي يرتفع فيها عائد الاستثمار نسبيا².

- الزيادة المستقلة في دالة الطلب على النقود المحلية:

تؤدي الزيادة الحاصلة في الطلب على النقود إلى جذب رأس المال الأجنبي بمختلف أشكاله خاصة استثمارات المحفظة والأموال قصيرة الأجل، ومن الاقتصاديين الذين تناولوا هذا الموضوع بإسهاب، الاقتصادي ميلتون فريدمان فقد جاء في تحليله أن النقود يمكن اعتبارها أصل كباقي الأصول الأخرى سواء كانت أوراق مالية أو أصول حقيقية وبذلك فالطلب على النقود شأنه شأن الطلب على أي سلعة يتوقف على القيود التي تفرضها الميزانية وعلى سعر النقود، فالنسبة لقيود الميزانية تتحدد بمقدار الثروة الكلية التي تمتلكها الوحدات الاقتصادية، أما سعر النقود فيتحدد طبقا لتكلفة الفرصة البديلة³.

¹ سامية مقعاش، "تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وأثرها على معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي - دراسة حالة ماليزيا"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، العدد 16، 2016، ص: 164.

² محفوظ جبار & سامية عمر عبدة، "التدفقات الدولية لرؤوس الأموال وتأثيرها على التنمية الاقتصادية في الجزائر"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 48، 2016، ص: 124.

³ سامية مقعاش، "تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وأثرها على معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي - دراسة حالة ماليزيا"، مرجع سبق ذكره، ص: 164.

2- الأسباب الخارجية:

- اختلاف أسعار الفائدة بين الدول: تختلف أسعار الفائدة بين الدول باختلاف ندرة أو وفرة رؤوس الأموال، فالدول التي لديها وفرة في رأس المال تكون أسعار الفائدة فيها منخفضة عكس الدول التي تعاني من ندرة رأس المال أين تكون فيها أسعار الفائدة مرتفعة، وعلى هذا الأساس تحدد حركة رؤوس الأموال حيث تنتقل من الدول ذات أسعار فائدة منخفضة إلى الدول ذات أسعار فائدة مرتفعة من أجل تحقيق أكبر ربح عن طريق شراء أصول أجنبية أو إيداع رأس المال في البنوك الأجنبية.

- الاستفادة من الربح الناتج عن المضاربة: وذلك عن طريق شراء أصول مالية أجنبية لغرض المضاربة والاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية لهذه الأصول.

بالإضافة إلى الأسباب السابقة التي تتحكم في حركة رؤوس الأموال توجد أسباب أخرى منها المخاطر السياسية التي قد تتعرض لها رؤوس الأموال المحلية مثل خطر المصادرة من قبل السلطات، وهكذا يتم تحويلها أو إيداعها في البنوك الأجنبية.

المبحث الثالث: سياسة التحرير المالي بين النتائج المتوقعة وآراء الاقتصاديين

إن تطبيق سياسة التحرير المالي نتج عنه مجموعة من النتائج الإيجابية ساهمت في رفع معدلات النمو الاقتصادي للدول، لكن رغم هذه النتائج فقد يترتب عن سياسة التحرير المالي مجموعة من النتائج السلبية خاصة تعرض اقتصاديات هذه الدول لأزمات مالية واقتصادية، وهذا ما أدى إلى اختلاف الآراء بين الاقتصاديين بين من هم معارضين ومن هم مؤيدين لهذه السياسة.

المطلب الأول: النتائج المتوقعة من سياسة التحرير المالي

سنحاول عرض أهم النتائج الإيجابية والسلبية لسياسة التحرير المالي فيما يلي:

أولاً: النتائج الإيجابية للتحرير المالي

1- رفع كفاءة القطاع المالي:

يتوقع أن تؤدي إزالة القيود على القطاع المالي إلى رفع مستوى كفاءته وتشجيع المنافسة، بإدخال أدوات وتكنولوجيات ومهارات جديدة، إذ أن التحرير المالي يقلل من تجزء الأسواق المالية المحلية وزيادة تكامل المراكز المالية الدولية، وزيادة وصول المؤسسات المحلية إلى مصادر التمويل الدولية، كما يؤدي التحرير المالي إلى تسعير الخدمات المالية بشكل يتماشى مع الأسعار الدولية، وتطوير مستواها وتحسين نوعيتها، واتباع أساليب حديثة في الإدارة من خلال الالتزام بمعايير الإفصاح مما يؤدي إلى انخفاض المشاكل التي لها علاقة

بالسيولة في الأسواق المالية وبالاختيار غير السليم الذي يظهر في حالة عدم تماثل المعلومات في السوق بعد إتمام العملية المالية¹.

ويعمل التحرير المالي على رفع مستوى الشفافية والمصدقية، لأن صناع القرار سيضطرون إلى الالتزام بمعايير الإفصاح، ويتوقع نتيجة لذلك أن تنخفض المشاكل المتعلقة بـ:²

- السيولة في الأسواق الدولية.
- الاختيار غير السليم الذي يظهر في حالة عدم تماثل المعلومات في السوق قبل إتمام العملية.
- المخاطرة المعنوية التي تظهر في حالة عدم تماثل المعلومات في السوق بعد إتمام العملية المالية.
- وللتحوط من الخطر المعنوي فإنه من الضروري الالتزام بتطبيق القواعد الرقابية والتنظيمية كإجراء عمليات التدقيق المحاسبية.

2- تخفيض تكلفة التمويل وسهولة الوصول إلى مصادر التمويل:

يعمل التحرير المالي على تدفق الموارد المالية الخارجية الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل، وإتاحة فرص وخيارات وبدائل يمكن المفاضلة فيما بينها في اتخاذ القرار التمويلي وتوزيع أفضل للمخاطر الاستثمارية.

كما أن التحرير المالي يسمح للدول للوصول إلى الأسواق المالية بسهولة ويسر للحصول على الأموال لسد فجوة الموارد المحلية، ففي دول شرق آسيا أدى التدفق المالي الناتج عن الأسواق المالية ولغاية حدوث الأزمة الآسيوية (1997) بتعويض نقص الادخار المحلي والذي يقارب فيها المعدل المحلي للادخار 30%، كما يعتقد الخبراء أن الموارد المالية الخارجية سوف تؤدي إلى خفض تكلفة التمويل بالنسبة للقطاعات المختلفة لأسباب عدة منها:

- أن الحكومات تميل لسد عجزها عن طريق طرح سندات في الأسواق الدولية نظرا لانخفاض معدل الفائدة الخارجي.
- إن القطاع المالي الخارجي يفضل التمويل الأجنبي على شكل قروض باعتباره الأرخص.

¹ وادة راضية، "قياس أثر التحرير المالي على الطلب على النقود في الجزائر"، مرجع سبق ذكره، ص: 104.

² العقريب كمال & بولكاريف نادية، "دوافع وتحديات تحرير حركة رؤوس الأموال في القطاع المالي دراسة حالة البلدان النامية"، مرجع سبق

ذكره، ص ص: 179-180

- إن الزيادة في تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل في حالة وجود مناخ استثماري ملائم داخل الدولة سوف تؤدي إلى زيادة القدرة التمويلية الداخلية.

ونتيجة هذه الأسباب مجتمعة يتوقع انخفاض تكلفة التمويل بشكل عام، حيث أن التحرير المالي يعني العمل بآلية السوق وإحدى هذه الآليات هي المنافسة بين الوكلاء الاقتصاديين العاملين، وإن التنافس بين مصادر التمويل الواسعة والمتنوعة يمنح ميزة خفض تكلفة التمويل للدول المحتاجة¹.

3- ارتفاع معدل النمو الاقتصادي:

تعمل الدول التي تتبع سياسة التحرير المالي على فتح الأسواق المالية المحلية للوصول إلى الأسواق المالية الأجنبية، الأمر الذي يتيح لها فرصة الحصول على الموارد المالية لتمويل استثماراتها المحلية، كما أن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تؤدي إلى خفض وتقارب أسعار الفائدة وتكلفة رأس المال، وبالتالي تؤدي إلى زيادة الاستثمار وارتفاع الناتج المحلي الإجمالي ومعدلات النمو الاقتصادي.

4- المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية:

يرتبط تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية بصورة مباشرة بمدى تطور الخدمات المالية وسوق رأس المال، التي تمثل القنوات المالية الرئيسية لتمويل المشاريع الجديدة ونمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تساهم في تشغيل ثلثي القوى العاملة، كما يتوقع أن يؤدي التحرير المالي دورا في تخفيض نسبة الفقر وذلك من خلال حشد المدخرات المالية وتخصيصها لاستخدامات أكثر إنتاجية التي تساهم بدورها في رفع الدخل ومن ثم تقليل نسبة الفقر وتحسين مستوى معيشة الأفراد².

كما أن الدول التي تتميز بتحرير رأس المال لها المقدر على جذب تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وارتفاع الاستثمارات أكثر من الدول المغلقة، وبنموها تساهم في التنمية الاقتصادية وزيادة النمو عن طريق زيادة الاستثمار الكلي وتداخل التكنولوجيا المتقدمة مع رأس المال البشري للدول المضيفة والتعجيل بالتحول الاقتصادي، كما تعتبر مصدرا للتمويل الخارجي الخاص للدول النامية والاستثمار في مدخلات الإنتاج ونقل التكنولوجيا والمعرفة الإنتاجية، وتجديد وزيادة الطاقة الاستيعابية الاقتصادية والممارسات المؤسسية والإدارية بين المواقع الإنتاجية، والمساعدة على زيادة الصادرات المحلية والمواد المنتجة المحلية، باستعمال المهارات التسويقية والإشرافية التكنولوجية والدخول إلى الأسواق العالمية³.

¹العقرب كمال & بولكاريف نادية، "دوافع وتحديات تحرير حركة رؤوس الأموال في القطاع المالي دراسة حالة البلدان النامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 181.

² وادة راضية، "قياس أثر التحرير المالي على الطلب على النقود في الجزائر"، مرجع سبق ذكره، ص: 106.

³ يوسف عثمان إدريس، "تحرير حساب رأس المال المزاي والمخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص: 22.

5- ارتفاع الاحتياطات الأجنبية:

يؤدي التحرير المالي إلى زيادة تدفق العملات الأجنبية إلى الأسواق المحلية ومن ثم زيادة قدرة السلطات النقدية على تكوين مستويات عالية من الاحتياطات النقدية الدولية، وعندما تصل هذه الاحتياطات إلى المستوى الملائم فإنها تعد من أهم عناصر الجدارة الائتمانية للبلدان النامية في أسواق المال الدولية¹.

ثانيا: النتائج السلبية للتحرير المالي

على الرغم من إيجابيات التحرير المالي إلا انه نجم عن تطبيقه العديد من المخاطر منها:

1- زعزعة استقرار الاقتصاد الكلي:

تؤدي التدفقات المالية وبأحجام كبيرة على زيادة السيولة في السوق المحلي ومن ثم التوسع في العرض النقدي في الأصول المالية الأخرى وزيادة حجم الطلب الكلي، وبالتالي تسارع معدلات التضخم تبعاً لنظام سعر الصرف، فإن ذلك من شأنه أن يؤدي إلى حدوث ارتفاع في سعر العملة المحلية أو انخفاض في أسعار الفائدة أو كليهما ومن ثم فإن ارتفاع سعر العملة المحلية قد يؤدي إلى عرقلة الإصلاحات في قطاع التجارة وتدهور القدرة التنافسية للدولة، وبالتالي فإن احتمال تفاقم حالة عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي ستجعل تدفقات رؤوس الأموال نفسها غير مستقرة².

كما ساهمت سياسة التحرير المالي في حدوث اضطرابات وأزمات مالية في العديد من الدول النامية، نتيجة تدفق الاستثمارات قصيرة الأجل أو ما يعرف بالأموال الساخنة، وهي رؤوس الأموال تنتقل من مركز مالي إلى آخر ومن عملة إلى أخرى لأغراض المضاربة، للاستفادة من فروق معدلات الفوائد واقتناص أرباح سريعة³.

2- تعرض الجهاز المصرفي للأزمات:

إن ادخار الأعوان الاقتصاديين يمثل المصدر الأساسي للبنوك المحلية لتقديم القروض، بعد انفتاح الأسواق أضيف لهذا المصدر ادخار المواطنين الأجانب، لكن التحرير المالي غير كل المعطيات، فأصبح الأعوان الاقتصاديين يحصلون على الأموال مباشرة من الأسواق المالية، وبالتالي نقصت العمليات البنكية التقليدية مما أدى إلى انخفاض المردودية فتوجهت البنوك إلى تمويل المشاريع ذات خطورة عالية، فتتأثر تغطيتها للأخطار وتتأثر أيضاً ميزانيتها.

¹ فاطمة الزهراء سعيدي، "التحرير المالي: المكاسب والمخاطر الناتجة عنه"، مرجع سبق ذكره، ص: 215-216.

² نفس المرجع السابق، ص: 216.

³ مدحت صادق، "النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي"، الطبعة الأولى، دار غريب للنشر والتوزيع، مصر، 1997، ص: 91.

كما يعمل التحرير المالي كذلك على زيادة كلفة المصادر البنكية لأن تحرير معدلات الفائدة يصاحبه ارتفاع هذه الأخيرة، فترتفع معدلات الفائدة على الودائع قصيرة الأجل، ولكن معدلات القروض تتغير ببطء مقارنة بذلك مما يرفع من كلفة المصادر البنكية ونقص الربحية، أيضا ترتفع نسبة المخاطرة للبنوك مما ينجم عنه ديون غير مسددة حيث بلغت هذه الأخيرة سنة 1996 نسبة 10% من مجموع القروض الممنوحة في ماليزيا¹.

3- هروب رؤوس الأموال الوطنية:

يعني استخدام جزء هام من المدخرات المحلية خارج حدودها وبأشكالها الاستثمارية المختلفة، وعلى الرغم من أن تلك الظاهرة ليست بالحديثة ولكنها تكاثرت في ظل التحرير المالي فمثلا أن الأموال الهاربة للخارج تمثل في بعض الدول مثل فنزويلا 100% إضافة إلى دول أخرى تمثل فيها الأموال الوطنية المستثمرة في الخارج نسبة تتراوح بين 50 و90% من إجمالي ديونها الخارجية، وكذلك تقدر أموال الدول الخليجية المستثمرة بالخارج 800 مليار دولار².

4- سهولة انتقال الأزمات المالية:

في عصر متمسم بالهولة يمكن أن يزداد احتمال حدوث أزمة مالية محلية إذا كانت هناك أزمة في بلد آخر، وهذه العدوى يمكن أن تنتج عن عدة عوامل فقد تكون نتيجة لصدمة مشتركة مثل حدوث زيادة في أسعار الفائدة الدولية أو تغير في أسعار الصرف بين العملات الرئيسية، وقد اتسمت التغيرات في أسعار الفائدة في الولايات المتحدة بالأهمية بوجه خاص لأمريكا اللاتينية وأدت على سبيل المثال إلى حدوث الأزمة في المكسيك في عام 1994، وبالمثل فإن ارتفاع قيمة دولار الولايات المتحدة مقابل الين خلال عامي 1995-1996 أحد العوامل وراء ضعف أداء صادرات بلدان شرق آسيا، مما أسهم في حدوث الأزمات المالية في عام 1997³.

¹ محمد رضا بوشيجي ، "التحرير المالي: عامل لهشاشة النظام البنكي في البلدان النامية؟"، المجلة الجزائرية للاقتصاد والإدارة، جامعة معسكر، المجلد 06، العدد 01، أفريل 2005، ص: 23.

² صادق راشدي الشميري & فالح داوود سلمان، "غسيل الأموال الآثار والمعالجات"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، العراق، العدد 16، 2008، ص ص : 11-12.

³ وصاف عتيقة، "دور التحرير المالي في عالمية الأزمة المالية الحالية - حالة الدول العربية -"، أبحاث اقتصادية إدارية، جامعة بسكرة، المجلد 07، العدد 02، ديسمبر 2013، ص: 07.

5- التأثير على فعالية السياسة النقدية والمالية:¹

تأثير سياسة التحرير المالي على السياسة النقدية يتجلى من خلال فقدان السلطات النقدية قدرتها في السيطرة على الكتلة النقدية حيث يصبح العرض النقدي أكثر تقلبا، والطلب على النقود المحلي أكثر حساسية لفروق معدلات الفائدة الدولية، وذلك لارتباط معدلات الفائدة المحلية خاصة قصيرة الأجل بمعدلات الفائدة العالمية، وعليه فإن محاولة البنك المركزي تحديد معدلات الفائدة أو أسعار الصرف لا تتفق مع مثلتها في الخارج، يمكن أن يؤدي إلى تدفقات كبيرة لداخل الدولة أو لخارجها من رؤوس الأموال قصيرة الأجل، وهذا ما يحد من قدرة الدولة على استخدام السياسة النقدية وسعر الصرف لتحقيق أهداف الاقتصاد الكلي إذ تصبح مقيدة بحجم حركة رؤوس الأموال منها وإليها.

أما في مجال السياسة المالية فإنه بتطبيق سياسة التحرير المالي يصبح بإمكان المستثمرين استثمار أموالهم في أي مكان تبعا للعائد المتوقع، ويرتبط الاستثمار بالاعتبارات الضريبية، حيث تتجه الشركات وكبار المستثمرين باستثماراتهم إلى الدول التي تنخفض فيها معدلات الضرائب على الدخول والأرباح، ونتيجة لذلك تلجأ الدول إلى تخفيض معدلات الضرائب كوسيلة لجذب الاستثمارات الأجنبية، مما ينعكس على حصيلة موارد الدولة بالانخفاض وانخفاض فعالية السياسة المالية في تحقيق أهدافها.

6- غسيل الأموال:

يشجع تدفق رأس المال الوطني إلى الخارج في ظل ظروف معينة، إضافة إلى تنشيط عمليات غسيل الأموال خاصة في ظل تطور التحويلات الإلكترونية، وذلك بسبب ضعف السياسات المالية للحكومة وفرض الضرائب على الوسائط المالية مما يؤدي إلى خسائر في الادخار المحلي وانخفاض الاستثمارات والدخل². وتتسم عمليات غسيل الأموال بسرعة الانتشار الجغرافي في ظل سياسة التحرير المالي، إذ بلغ حجم غسيل الأموال في العالم سنويا حوالي 500 مليار دولار وهو ما يعادل 2% من الناتج المحلي الإجمالي، وتمارس هذه الأنشطة غير الشرعية من خلال ما يسمى بالاقتصاد الخفي³.

¹ وادة راضية ، "قياس أثر التحرير المالي على الطلب على النقود في الجزائر" ، مرجع سبق ذكره، ص: 111-112.

² يوسف عثمان إدريس ، "تحرير حساب رأس المال المتزايا والمخاطر" ، مرجع سبق ذكره، ص: 24.

³ عبد المنعم محمد الطيب حمد النيل، "العولمة وأثارها الاقتصادية على المصارف- نظرة شمولية-"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، المجلد 02، العدد 03، ديسمبر 2005، ص: 18.

المطلب الثاني: سياسة التحرير المالي بين المناصرة والانتقاد

أولاً: الآراء المناصرة للتحرير المالي

كما سبق وأشرنا سابقاً أن كل من Mackinon و Shaw هما من الأوائل الذين دعا لاتباع سياسة التحرير المالي لما لها من إيجابيات على اقتصاديات الدول خاصة فيما يخص رفع معدل النمو الاقتصادي، وقد لقيت هذه السياسة تأييداً من طرف العديد من الاقتصاديين خاصة من قبل أنصار مدرسة ستانفورد (Kapur-Galbis- Matheisan) بالإضافة إلى اقتصاديين آخرين سنحاول تلخيص أهم ما جاؤوا به فيما يلي:

1- نجد كل من Kapur-Galbis- Matheisan اهتموا في نماذجهم بدراسة أثر التحرير المالي على الاستثمار، وفي هذا الصدد يذهب أنصار مدرسة ستانفورد إلى أن أثر التحرير المالي على الاستثمار ينقسم إلى أثر على حجم الاستثمار وآخر على نوعيته، وأن سياسة التحرير المالي تحسن الاستثمار كما ونوعاً ويرون أن تخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي يسمح بزيادة قدرة البنوك على عرض الائتمان، كما أن إلغاء أو الحد من سياسة تدخل الدولة في توجيه الائتمان يؤدي إلى تحسين عملية تخصيص الموارد المالية، ويؤدي تحرير معدلات الفائدة إلى زيادة الادخار ويرجح كافة أشكال الادخار المالية على أشكاله غير المالية مما يؤدي إلى زيادة مستويات الاستثمار، كما أن ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية تؤدي إلى تسعير الائتمان بطريقة تعكس ندرته النسبية، فتخرج من السوق المشاريع الاستثمارية التي لا تدر عائداً يغطي تكلفة اقتراضها، وتبقى فقط المشاريع الاستثمارية ذات العوائد المرتفعة وذات النوعية الجيدة¹.

2- N.roubini et X sala-i-martin (1992):

يعتبر من النماذج الحديثة التي قامت بإثراء أعمال Mackinon و Shaw، يهدف نموذجهما إلى دراسة نتائج الاختلالات الخارجية للأسواق المالية (في ظل سياسة الكبح المالي) على النمو في المدى الطويل ويستند نموذجهما على الفرضيات التالية:²

- التطور المالي (المعروف بانخفاض تكلفة تحويل الأصل غير السائل إلى أصل سائل) يحسن من النمو الاقتصادي على المدى الطويل بفضل ارتفاع الإنتاجية الحدية للاستثمار المتولدة عنه.

¹ سيد أحمد شكوري ، "التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي"، مرجع سبق ذكره، ص: 55.

² راضية وادة ، مرجع سبق ذكره، ص: 115.

- يمكن أن ترى الحكومات من سياسة الكبح المالي الأداة الأفضل في الحصول على الموارد لتغطية احتياجاتها لهذا تكون لها المنفعة في منع القطاع المالي الذي يجعل من الصعب تحصيل الضرائب.

فتوصل هاذين الكاتبين إلى أن الكبح المالي يمنع التطور المالي وهذا ما يفسر الفروقات في التطور بين مختلف الدول.

3- كما توصل Henry(2004) إلى أنه إذا قام بلد نامي بفتح سوقه المالي أمام المستثمرين الأجانب، فإن حصة ربح السهم المجمعة سوف تتراجع بـ 240 نقطة أساس، في حين سوف يرتفع معدل نمو الناتج بمعدل 1.1% سنويا وأن معدل نمو حصة الفرد من الناتج سوف يرتفع بمعدل 2.3% سنويا.

4- وفي دراسة أخرى لكل من Levine and Zervos توصلا من خلالها أن التحرير المالي يحدث زيادة في سيولة أسواق المال، هذه السيولة تؤدي إلى المزيد من تطوير الأسواق الكامنة بعد ضمان المستثمرين الدخول والخروج من مراكزهم دون مواجهة صعوبات¹.

ثانيا: الآراء المتقدمة للتحرير المالي

لقد لقيت سياسة التحرير المالي العديد من الانتقادات من طرف بعض الاقتصاديين خاصة فيما يتعلق بالمبادئ التي تقوم عليها هذه السياسة، نذكر أهم هذه الأعمال فيما يلي:

1- تحليل Burkett et Dutt :²

درسا هذين الاقتصاديين اثر التحرير المالي على النمو الاقتصادي في اقتصاد قدراته الإنتاجية غير مستعملة كلية، أي أقل من مستوى التشغيل الكامل، وبالنسبة لهما فإن لارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية أثرتين متناقضتين على الاقتصاد:

- تطابقا مع ما ذهب إليه كل من Mackinon و Shaw في أن ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع يزيد من حجم موارد البنوك، وبالتالي زيادة الأموال القابلة للإقراض، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة على القروض، فيرتفع حجم الاستثمار من جهة وينخفض هامش الوساطة المالية (الفرق بين معدلات الفائدة الدائنة والمدينة) من جهة أخرى.

¹ محمد زكريا بن معز وكمال حمادة، "قياس العلاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر باستخدام مؤشر (KAOPEN) دراسة قياسية (1970-2010)", مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 13، 2013، ص: 21.

² سيد أحمد شكوري، "التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي"، مرجع سبق ذكره، ص: 72.

- وبالمقابل فإن ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع يدفع بالأفراد إلى الادخار أكثر، وبما أن الادخار يعتبر كتسرب فإنه يقلل من الطلب الكلي فينخفض الاستثمار.

ويعتبر Burkett و Dutt أن الأثر الثاني هو الذي يهيمن، فارتفاع معدلات الفائدة يؤثر سلبا على الاستثمار، وهذا عكس ما ذهبت إليه نظرية التحرير المالي، حيث أنه مع ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع ينخفض الطلب الفعال بسبب انخفاض معدل الربح فينخفض كل من الاستثمار والإنتاج وهذا الأثر السلبي يفوق الأثر الإيجابي لانخفاض معدلات الفائدة على القروض نتيجة ارتفاع الموارد القابلة للإقراض.

2- أعمال Weiss و Stiglitz:

يعتبر كل من Weiss و Stiglitz من الأوائل الذين رفضوا الافتراض الذي يقوم على أنه لا وجود لتقييد الائتمان في سوق القروض التنافسي مادامت معدلات الفائدة محددة عند مستوياتها التوازنية، وهذا لعدم كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية ومعاناتها من مشكلة عدم تناظر المعلومات بين المقرض والمقترض، بالإضافة إلى غياب الرقابة والإشراف الملائم على العمليات المالية والمصرفية، كلها أسباب اعتبروها تدعو لفشل نظرية التحرير المالي مثبتين ذلك أن توقع البنوك في الحصول على العوائد تنخفض بارتفاع معدلات الفائدة، وهذا من منطلق أنه لا توجد آليات يمكن الاعتماد عليها في بناء مساواة بين الطلب والعرض البنكي من القروض، حيث يتم تمويل الاستثمارات الأكثر مخاطرة والتي يتوقع أن تكون لها عوائد مرتفعة فيرتفع بموجبها احتمال عدم قدرة العملاء على التسديد، ومن ثم تعرض البنوك إلى مخاطر قد تصل إلى حد الإفلاس، لهذا يبقى القرض دائما مقيدا حسب رأي Weiss و Stiglitz حتى في أسواق تسودها المنافسة التامة طالما أن الأسواق المالية في الدول النامية غير كفؤة وتعاني من نقص المعلومات بين المقرضين والمقترضين¹.

ثالثا: المناصرون الحذرون

تتألف هذه المجموعة من المحافظين الداعين للتحرير، والذين يشيرون إلى أن هناك العديد من الشروط التي لم تتحقق حتى الآن في معظم الدول النامية، والتي تعتبر ضرورية لضمان نجاح عملية التحرير المالي.

قام Aghion, Bachetta, and Banerjee في دراسة لهم سنة 1999 ببناء نموذج اقتصادي قياسي لإظهار أن الاقتصاديات ذات المستوى المتوسط من التنمية المالية تعتبر أكثر عرضة للصدمات الاقتصادية

¹ راضية وادة، "قياس أثر التحرير المالي على الطلب على النقود في الجزائر"، مرجع سبق ذكره، ص: 117.

الكلية، وأن التحرير الكامل لهذه الاقتصاديات قد يقود نحو زعزعة التوازن، وتعريضها إلى فترات مزمنة من هروب رؤوس الأموال.

كما يرى Rodrik and Velsasco بأن الانفتاح على تدفقات رؤوس الأموال يمكن أن يضر بالبلاد إذا لم يترافق بالضوابط المناسبة وبيئة اقتصادية كلية وتنظيمية قوية. كما يرى Johnston بأنه ينبغي على الحكومات تطوير مؤسسات قوية للسياسة النقدية وإدارة أسعار الصرف قبل الشروع في عملية التحرير¹.

المطلب الثالث: شروط نجاح سياسة التحرير المالي

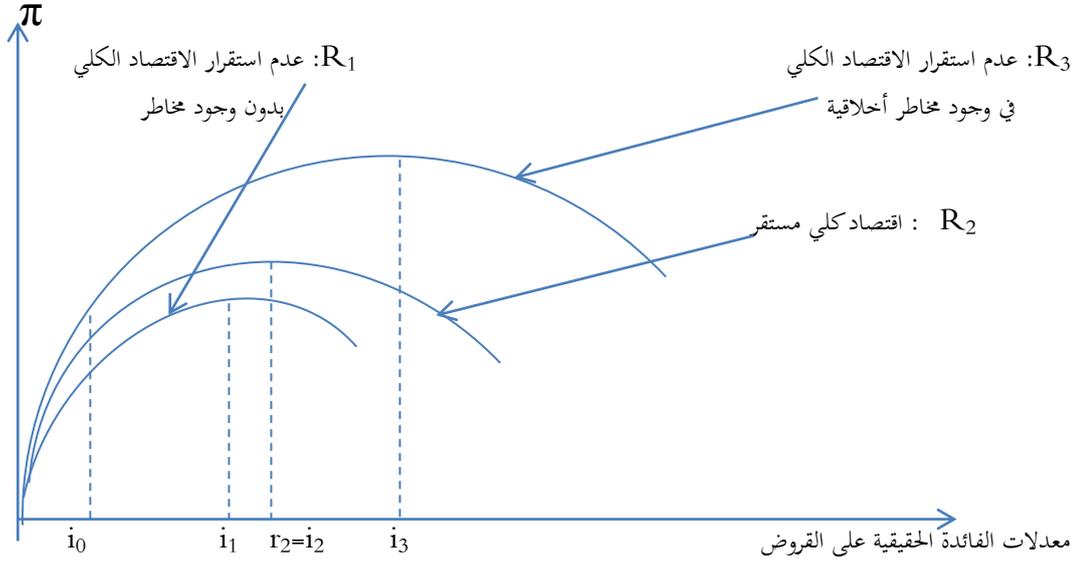
تعرضت نظرية التحرير المالي في شكلها الأول الذي وضعه Mackinon سنة 1973 إلى العديد من الانتقادات من طرف الاقتصاديين، إضافة إلى الصعوبات التي شهدتها الدول النامية في تطبيقها الناتجة عن هشاشة اقتصاداتها وضعف أنظمتها المالية والمصرفية، كانت هذه الأسباب دافعة لإعادة بناء نموذج جديد سنة 1991 والذي يبين من خلاله ضرورة توفر مجموعة من الشروط للاقتصاد قبل الشروع في إزالة القيود على القطاع المالي ومن بين هذه الشروط نذكر مايلي:

أولاً: استقرار الاقتصاد الكلي

إن من أهم أسباب الأزمات المالية والمصرفية التي تصيب الدول هو عدم استقرار الاقتصاد الكلي، الناتج عن ارتفاع معدلات التضخم، ارتفاع عجز ميزانية الدولة وعدم استقرار أسعار الصرف، ومن أجل إبراز أهمية استقرار الاقتصاد الكلي كشرط أساسي لنجاح سياسة التحرير المالي، قام Mackinon بوضع تحليل لتصرف البنوك في عملية منح القروض، وأدمج من خلاله عنصر عدم استقرار الاقتصاد الكلي والذي يتمثل في عدم استقرار سعر الصرف، تضخم مرتفع وعجز كبير في الميزانية العمومية، وافترض في تحليله حالتين تمثلت في وجود وعدم وجود مخاطر أخلاقية كما يوضحه الشكل التالي:

¹ محمد زكريا بن معزو & كمال حمادة، قياس العلاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر باستخدام مؤشر (KAOPEN) دراسة قياسية (1970-2010)، مرجع سبق ذكره، ص ص: 21-22.

الشكل (1-1) : أثر عدم استقرار الاقتصاد الكلي على تصرفات البنوك في وجود وعدم وجود مخاطر أخلاقية.



المصدر: رونالدو ماكينون، " النهج الأمثل لتحرير الاقتصاد"، مرجع سبق ذكره، ص: 127.

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن Mackinon افترض حالتين:

الحالة الأولى: عدم وجود مخاطر أخلاقية داخل البنك أي أن البنك يتصرف كأنه لا يجب المخاطرة، في هذه الحالة اعتبر وضعية عدم الاستقرار الاقتصادي تجبر البنوك على الاحتفاظ باحتياطات كبيرة لمواجهة حالة العجز عن السداد التي يمكن أن يتعرض لها المقترضين، والاحتفاظ بالاحتياطات الكبيرة تؤدي إلى تقليل حجم الموارد المالية المخصصة للإقراض، وهذه الوضعية تدفع البنوك إلى خفض معدل الفائدة الحقيقي الأمثل على القروض ($r_2=i_2$) فتتخفض أرباحها، فتتجه دالة الربح للبنك R_2 (حالة اقتصاد مستقر) إلى الجهة اليسرى وإلى الأسفل فتصبح R_1 وينخفض معدل الفائدة الحقيقي الأمثل i_2 الذي يرافق R_2 نحو i_1 الذي يرافق R_1 .

وبالتالي نستنتج أنه في حالة عدم استقرار الاقتصاد الكلي وحالة عدم وجود مخاطر فإن البنوك تتجه إلى تجنب مخاطر الإفلاس إلى تحديد معدلات فائدة منخفضة وجعل الائتمان أكثر تقييدا.

الحالة الثانية: حالة وجود مخاطر أخلاقية داخل البنوك، فإن وضعية عدم استقرار الاقتصاد الكلي قد تدفع السلطات إلى وضع نظام للتأمين على الودائع، إلا أن وجود نظاما للتأمين على الودائع مع ضعف الإشراف والرقابة على النظام المصرفي قد يؤدي إلى ظهور مخاطر أخلاقية من جانب البنوك والتي تتصرف

كأنها محبة للمخاطرة، فتقوم بعمليات إقراض ذات مخاطر مرتفعة وبمعدلات فائدة جد مرتفعة i_3 وينتج عن هذا التصرف إحدى الحالتين:¹

1- إذا نجح المقترضون في سداد القروض ذات معدلات الفائدة المرتفعة فإن البنوك سوف تحقق أرباحا غير عادية، وبذلك تتجه دالة الربح للبنك R_2 إلى الجهة اليمنى وإلى الأعلى فتصبح R_3 .

2- في حالة تعرض المقترضون لخسائر ولم تحقق مشاريعهم أرباحا فإن حالات توقفهم عن تسديد القروض تؤدي إلى تعرض البنوك لخسائر كبيرة، والتي تنتشر بعد ذلك لشم كل النظام المصرفي ومعظم هذه الخسائر سوف تتحملها الحكومة من خلال نظام التأمين على الودائع الذي يغطي الخسائر غير العادية التي قد تتعرض لها البنوك والرغبة من الحكومة في الحد من الخسائر التي يمكن أن تتعرض لها نتيجة لتقديمها نظام التأمين على الودائع يمكنها تقليل المخاطر الأخلاقية في البنوك وهذا بتحديد معدلات فائدة منخفضة أكثر أمانا على القروض عند i_0 .

وبالتالي يمكن أن نستنتج أن عدم استقرار الاقتصاد الكلي مع ضعف الرقابة والإشراف يدفع البنوك إلى الدخول في عمليات إقراض ذات مخاطرة مرتفعة، قد تؤدي إلى إفلاس جماعي للبنوك وتوقع البلد في أزمة مالية تأثر سلبا على نجاح عملية التحرير المالي.

ثانيا: توفر بنية مؤسسية تنظيمية وقانونية ملائمة

يفضل قبل الشروع في إزالة القيود والانفتاح المالي يجب توفر بنية مؤسسية وقانونية ملائمة، إذ أن عدم مراعاة ذلك قد يؤدي إلى أزمات مالية خطيرة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الفائدة المفترض ارتفاعها في ظل التحرير المالي².

وفي دراسة قاما بها كل من Bonfiglioli and Mendicino حول علاقة التحرير المالي الخارجي (تحرير الأسواق المالية وتحرير حساب رأس المال) بالنمو الاقتصادي والأزمات البنكية، وذلك على عينة مكونة من 90 دولة وللفترة الممتدة ما بين 1975 و1999، توصلا من خلالها إلى أن هناك أثر إيجابي مباشر لتحرير

¹ رونالدو ماكينون، " النهج الأمثل لتحرير الاقتصاد"، مرجع سبق ذكره، ص: 128.

² محمد شويكات & نورة زيان، "علاقة سياسة التحرير المالي بالنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة من 1990-2013 دراسة قياسية باستعمال التكامل المتزامن"، مجلة دفاتر اقتصادية، جامعة الخلفة، المجلد 08، العدد 01، 2017، ص: 111.

الأسواق المالية على النمو الاقتصادي لهذه الدول، بينما نجاح تحرير حساب رأس المال يحتاج إلى تطوير الإطار المؤسسي لهذه الدول وذلك لتجنب الوقوع في أزمات بنكية محتملة¹.

إن نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي يتطلب إشراف حكومي قوي من أجل منع الانحرافات والمحافظة على انضباط السوق المالي والجهاز المصرفي، وتفادي وقوع الأزمات المالية والمصرفية ويهدف الإشراف الحذر على المؤسسات المصرفية والمالية إلى الاهتمام بإدارة المخاطر والتنبيه إليها، وضمان الشفافية والاهتمام بالأوضاع المالية للبنوك والمؤسسات المالية وكذلك الاهتمام بالهيكل التنظيمي والإداري لجهات الرقابة وتسهيل تدفق المعلومات والتنسيق بين أنشطة إصدار القرار ومتابعة تنفيذه وإقامة هيئات رقابية وإشرافية تتمتع بالاستقلالية وعلى رأسها البنك المركزي، وهذا كله بهدف تحقيق استقرار النظام المالي والمصرفي².

ثالثا: التسلسل والترتيب الأمثل لإجراءات التحرير المالي

يعتبر التسلسل والترتيب الأمثل لإجراءات التحرير المالي من أهم الشروط الضرورية لنجاح سياسة التحرير المالي، والذي يمكن الوصول إليه عن طريق الإجابة على التساؤلات التالية:

- على أي أساس يتم تطبيق سياسة التحرير المالي؟

- هل يتم تحرير كل القطاعات في نفس الوقت؟

- ماهو الترتيب الأمثل الواجب اتباعه أثناء تطبيق هذه السياسة؟

وقد كانت هذه التساؤلات محل بحث في دراسات العديد من الاقتصاديات والتي توصلت في الأخير إلى اعتماد أربع مراحل أساسية لتطبيق سياسة التحرير المالي يمكن توضيحها في الجدول التالي:

¹ بن غلال بلقاسم، "سياسة التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الدول النامية العلاقة القائمة بينهما وشروط نجاحها-دراسة قياسية على نموذج ديناميكي باستعمال سلة من البيانات لعينة من الدول النامية 1980-2010"، أطروحة دكتوراه ل م د، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2013-2014، ص: 136.

² عبد القادر بربيش، "التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية"، أطروحة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص: 42.

الجدول (1-4): مراحل تطبيق سياسة التحرير المالي

القطاع	داخلي	خارجي
الحقيقي	المرحلة 1: - استقرار الاقتصاد - تحرير الأسعار. - إلغاء الرسوم الضريبية من أجل تقديم إعانة للمؤسسات الاقتصادية - تدعيم الخوصصة.	المرحلة 3: - تحرير العمليات الجارية (إلغاء الحواجز التجارية) - خلق سوق الصرف وقابلية تحويل الخارجي للعملة.
المالي	المرحلة 2: - هيكلية وخوصصة الجهاز المصرفي المحلي. - خلق وتفعيل السوق النقدي.	المرحلة 4: - إلغاء الرقابة على حركة وتنقلات رؤوس الأموال. - قابلية التحويل الكلي للعملة.

Source : Mohamed Jaber chebbi, *existe-t-il un lien entre la libéralisation financière et les crises bancaires dans les pays émergents*, référence déjà cité, p : 07.

نلاحظ من الجدول السابق أنه من أجل الوصول إلى نظام مالي أكثر حرية ينبغي البدء أولاً بتحرير القطاع الحقيقي من خلال مجموعة من الإصلاحات الهيكلية سابقة الذكر وبعدها يتم العمل على تحرير القطاع المالي الداخلي من خلال فتح سوق وطنية لرأس المال وتحرير معدلات الفائدة، وفي الأخير يتم تحرير القطاع المالي الخارجي من خلال تحرير حساب المعاملات الجارية وحساب رأس المال.

رابعاً: التنظيم والإشراف المناسب على المؤسسات المالية

إن كل مؤسسة مالية تمر بمخاطر تحتاج إلى تنظيم وإشراف جدي وأن التنظيم والإشراف الجدي هام بالنسبة للبنوك لأن فشل أحد المؤسسات المالية أو أكثر يمكن أن يؤدي إلى أزمة في السوق، وهذا كله نتيجة لفقدان الثقة في البنوك مما يؤدي إلى سحب أموال المودعين والمقترضين فإن هذا بدوره من الممكن أن يزعزع استقرار الاقتصاديات الكلية والنشاط الاقتصادي¹.

¹ محمد شويكات & نورة زيان، "علاقة سياسة التحرير المالي بالنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة من 1990-2013 دراسة قياسية باستعمال التكامل المتزامن"، مرجع سبق ذكره، ص: 111.

خلاصة الفصل الأول:

على الرغم من قبول سياسة التحرير المالي من طرف الهيئات والمؤسسات الدولية إلا أنها مازالت مثيرة للجدل في المجال الأكاديمي، بسبب الاضطرابات والأزمات الاقتصادية التي عرفتھا الدول النامية نتيجة تطبيقها، ويتضمن التحرير المالي جانبين مهمين أولاً: التحرير المالي الداخلي والذي يتضمن تحرير أسعار الفائدة، تحرير الاحتياطات الإلزامية وتحرير المنافسة المصرفية والمالية، ثانياً: التحرير المالي الخارجي والذي يتضمن إلغاء ضوابط الصرف، تحرير أسواق رأس المال وتحرير حساب رأس المال هذا الأخير الذي يعتبر عنصر مهم وجوهر عملية التحرير المالي، لذا فالإقبال عليه دون مراعاة الشروط المناسبة لذلك قد يؤدي إلى حدوث العديد من الأزمات المالية لذا لا بد من التدرج في تحريره وفي ظل بيئة اقتصادية مستقرة. إن نجاح سياسة التحرير المالي مرهون بتوفر مجموعة من الشروط منها: استقرار الاقتصاد الكلي، توفر بيئة مؤسسية تنظيمية وقانونية ملائمة، التسلسل والترتيب الأمثل لإجراءات التحرير المالي والتنظيم والإشراف المناسب على المؤسسات المالية.

الفصل الثاني:

عموميات حول احتياطي الصرف الأجنبي

تمهيد:

شهدت الدول المتقدمة والنامية على السواء في الماضي تراكم ثروات وأصول سائلة أو شبه سائلة وكذلك أصول مالية وعينية شكلت بمجملها احتياطات مهمة لمواجهة وتحقيق وظائف وأهداف داخلية وخارجية. هذه النقود والأصول التي تستخدم كاحتياطيات لابد وأن تلقى قبولا دوليا عاما في تسوية الالتزامات والحقوق الدولية، ، وقد كان الذهب يلعب دورا هاما في تسوية المعاملات الدولية في ظل نظام قاعدة الذهب، وكانت الدول تستخدمه كاحتياطي دولي لكن بعد انهيار نظام قاعدة الذهب وظهور مشكلات السيولة الدولية والتي استدعت الضرورة البحث عن وسائل دفع جديدة فظهرت أصول احتياطية أخرى إلى جانب الذهب والمتمثلة في العملات الأجنبية، حقوق السحب الخاصة والشريحة الاحتياطية لدى صندوق النقد الدولي.

لهذا سنحاول من خلال هذا الفصل الإلمام بالجوانب النظرية لاحتياطي الصرف الأجنبي وذلك من خلال ثلاث مباحث:

المبحث الأول: سيتم التطرق من خلاله إلى ماهية احتياطيات الصرف الأجنبي وصيغه وذلك من خلال التعرف على مفهوم احتياطيات الصرف الأجنبي، أهم صيغ احتياطيات الصرف الأجنبي ودوافعها وفي الأخير نستعرض إلى أهم القنوات المسؤولة عن تراكم الاحتياطيات.

المبحث الثاني: نتعرض فيه إلى مكونات احتياطي الصرف الأجنبي والمتمثلة أساسا في احتياطي الذهب النقدي، احتياطي العملات الأجنبية، حقوق السحب الخاصة وشريحة الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي.

المبحث الثالث: تم تخصيصه لأهم نظريات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي والمتمثلة في النظرية التجارية ونظرية التأمين الذاتي وفي الأخير نتطرق إلى علاقة احتياطي الصرف الأجنبي بسعر الصرف.

المبحث الأول: ماهية احتياطيات الصرف الأجنبي وصيغته.

يطلق على احتياطيات الصرف الأجنبي عدة تسميات كالاحتياطيات الدولية، الاحتياطيات الأجنبية، الاحتياطيات الخارجية، وهذه المصطلحات كلها ذات دلالة واحدة وقد تعددت المفاهيم التي أعطيت لاحتياطي الصرف الأجنبي، وذلك نتيجة الاختلاف القائم حول الأصول التي يمكن اعتبارها أصول احتياطية والأصول الأخرى في النظام النقدي الدولي.

المطلب الأول: مفهوم احتياطيات الصرف الأجنبي

تعتبر احتياطيات الصرف الأجنبي أصولاً خارجية موضوعة تحت تصرف السلطات النقدية، وهي تتميز بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن الأصول الأخرى الموجودة لدى البنك المركزي.

أولاً: تعريف احتياطي الصرف الأجنبي

لقد تعددت التعاريف التي تناولت مفهوم الاحتياطيات الدولية بحسب وجهة نظر الباحث أو الأهداف المراد تحقيقها، إلا أن أغلب التعاريف تعطي نفس المعنى والمضمون.

1- يعرف صندوق النقد الدولي احتياطيات الصرف الأجنبي على أنها: "الأصول الخارجية الموجودة تحت تصرف السلطات النقدية والخاضعة لسيطرتها لتلبية احتياجات ميزان المدفوعات التمويلية أو التدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة أو غير ذلك من الأغراض ذات الصلة"¹.

2- يقصد باحتياطي الصرف الأجنبي: "تلك الأصول التي ترغب الحكومات في الاحتفاظ بها لأن حكومات الدول الأخرى تقبلها في تسوية الديون والمعاملات الدولية، وبناءً على قابلية هذه الأصول للقبول في المعاملات الدولية فإن حكومات الدول المختلفة تسعى دائماً إلى تكوين هذه الأصول والاحتفاظ بها لكي تستخدمها كاحتياطيات في الفترات التي يحدث فيها عجز طارئ أو مؤقت في ميزان مدفوعاتها حتى لا تضطر لإجراء تغييرات أساسية غير مرغوبة في سياستها وأهدافها الاقتصادية والاجتماعية"².

3- قدم كل من سامويلسون ونوردهاوس تعريفاً للاحتياطيات الصرف الأجنبية مفادها أنها تتمثل في قدر معين من الذهب والعملات الدولية الأخرى إضافة إلى حقوق السحب الخاصة لاستخدامها من قبل الدول

¹ صندوق النقد الدولي، "دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي"، الطبعة السادسة، واشنطن، 2009، ص: 111.

² رمزي زكي، "الاحتياطيات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري"، الطبعة الأولى، دار المستقبل العربي، مصر، 1994، ص: 73.

لمواجهة صعوبات ترتبط بميزان المدفوعات، ويعمل الاحتياطي الدولي بمثابة نقود دولية، وإذا كانت الدولة مؤهلة للسماح بتعويم سعر الصرف بها دون قيود فإنها تحتاج إلى الحد الأدنى من الاحتياطي¹.

4- تشمل الاحتياطيات الأجنبية الذهب و/أو أصول البنك المركزي الأخرى والتي تأتي ضمن سيطرتها تماما وسهلة التداول في ما بين الأسواق المالية الوطنية².

5- تعرف احتياطيات الصرف الأجنبي بمثابة صمام أمان يحتفظ به البلد ويلجأ إليه عند الضرورة لكي يحمي نفسه من آثار الصدمات الخارجية والتي يمكن أن يتعرض لها الاقتصاد الوطني من جراء علاقته الاقتصادية مع الخارج³.

من جملة التعاريف السابقة يتضح أن احتياطيات الصرف الأجنبي عبارة عن الأصول الأجنبية التي تكون خاضعة لسيطرة السلطات النقدية للدولة ممثلة بالبنك المركزي، وتكون في أعلى درجات السيولة لمواجهة الظروف الطارئة غير المتوقعة، وغالبا ما يشمل هذا المصطلح على الحيازات الرسمية من الذهب، العملات الأجنبية القابلة للتحويل، الشريحة الاحتياطية لدى صندوق النقد الدولي وحقوق السحب الخاصة. ومن ثم فإنه لا بد من توفر شرطين في الأصول لاعتبارها أصول احتياطية وهي: أن تكون خاضعة لسيطرة السلطات النقدية (البنك المركزي)، ومتاحة بسهولة عالية، حيث يمكن شراؤها أو بيعها أو تصفيتها بسرعة وبأقل تكلفة.

ثانيا: خصائص احتياطيات الصرف الأجنبي

من خلال التعريف السابق يمكن القول أنه لا يمكن اعتبار أي أصل احتياطي إلا إذا توفرت فيه خاصيتين أساسيتين هما:

- أن يكون خاضعا للسيطرة الفعلية للسلطة النقدية.
- متاح في أي وقت أي أنها سائلة وقابلة للتداول.

1- خاضعة للسيطرة الفعلية للسلطة النقدية:

معيار الرسمية الذي تتسم به الأصول الاحتياطية هو وجودها في دائرة المجال الوظيفي للسلطة النقدية الوكيل المالي الأصلي للحكومة.

يعرف دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي السلطة النقدية كما يلي:

¹ سامويلسون & نوردهاوس، "علم الاقتصاد"، الطبعة الأولى، مكتبة لبنان ناشرون، لبنان، 2006، ص81.

² Tsvetan manchev, "international foreign exchange reserve", bulgarian national bank, 2009, p: 19.

³ Jone williamson, " Exchange reserves as shock absorbers", serie in Economic development, Oxford university press, 1988, p:18.

تتألف السلطات النقدية من البنك المركزي (الذي يتضمن وحدات مؤسسية أخرى متضمنة في القطاع الفرعي للبنك المركزي مثل مجلس العملة) وبعض العمليات التي تعزى في العادة إلى البنك المركزي ولكن تتولى تنفيذها مؤسسات حكومية أخرى أو بنوك تجارية في بعض الأحيان، ومن بين هذه العمليات إصدار العملة والاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية وإدارتها بما في ذلك الاحتياطيات الناتجة عن المعاملات مع صندوق النقد الدولي وتشغيل صناديق تثبيت أسعار الصرف.¹

كما يمكن تعريف السلطة النقدية على أنها مؤسسة عامة وهو اتجاه عام يسود أغلبية اقتصاديات العالم، وهذا يعني ضرورة ملكية شعب أي الدولة لهذا البنك وهي ضرورة تملئها أهمية وخطورة الوظائف التي يقوم بها هذا البنك، سواء كان ذلك من حيث إصداره النقود القانونية أم من حيث تأثيره في خلق الودائع، وما يترتب على ذلك من نتائج متعلقة بالسياسة النقدية خاصة والسياسة الاقتصادية عامة.²

من خلال التعريفين السابقين يمكن استخلاص أهم وظائف السلطات النقدية:

- الجهة المسؤولة عن إصدار العملة، حيث يقوم بتزويد الاقتصاد بوسيلة معترف بها، فضلا على أنه يحاول المحافظة على ثبات قيمة الوحدات النقدية بغرض تفادي حدوث أي ضغوط تضخمية.
- الجهة التي تحتفظ بأرصدة واحتياطيات الدولة من العملة الصعبة والذهب بغرض المحافظة على سيولة الاقتصاد القومي أمام العالم الخارجي.³

وقد أصبح البنك المركزي في العديد من البلدان بنكا مركزيا للتحويل، حيث عندما يكون هناك فائض في ميزان المدفوعات يحصل على الفائض من العملات الأجنبية، وفي حالة العجز في ميزان المدفوعات يقوم بسد هذا العجز، ومنذ التخلي عن قاعدة الذهب أخذت البنوك المركزية تلعب دورا مهما في تنظيم احتياطيات البلد من العملات الأجنبية ومراقبة عمليات التحويل الخارجي.

بالنظر إلى ميزانية البنك المركزي والتي تبين لنا مصادر أموال البنك وأوجه استخدام هذه المصادر، فهي لا تختلف عن ميزانية أي مصرف آخر والتي تتكون من المطلوبات (الخصوم) والموجودات (الأصول) لكن الاختلاف الأساسي يكون فقط في مكونات كل من الأصول والخصوم، و الجدول التالي يوضح موجز لميزانية البنك المركزي.

¹ صندوق النقد الدولي، "دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص: 112

² مصطفى رشدي شيحة، "النقود والمصارف والائتمان"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 1999، ص: 74.

³ أحمد فريد مصطفى & سهير محمد السيد حسن، "النقود والتوازن الاقتصادي"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000، ص: 299.

الجدول (1-2): موجز لميزانية البنك المركزي

الأصول (assets)	الخصوم (liabilities)
1- الموجودات الأجنبية	1- الاحتياطيات النقدية (عملة متداولة- ودائع
2- حقوق على الحكومة	المصارف التجارية- ودائع المؤسسات الأخرى).
3- حقوق على المؤسسات التجارية	2- الودائع الحكومية.
4- حقوق على المؤسسات الأخرى	3- المطلوبات الأجنبية.
5- موجودات أخرى	4- حسابات رأس المال.
	5- المطلوبات الأخرى.

المصدر: ناظم محمد نوري الشمري، "النقود والمصارف والنظرية النقدية"، دار زهران، عمان، 2006، ص: 178.

كما سبق وأشرنا أن الأصول الاحتياطية هي الأصول الخاضعة لسيطرة السلطات النقدية، وقد تكون بعض الأصول ليست مملوكة للسلطات النقدية ولكنها تخضع لسيطرتها، وبالتالي فالمملكية ليست الظرف الوحيد الذي تمنح بموجبه السيطرة، فنجد في بعض الحالات وحدات مؤسسية (عدا السلطات النقدية) في الاقتصاد لها حق الملكية في أصول خارجية بالعملة الأجنبية ومع ذلك لا يمكنها إجراء معاملات في هذه الأصول إلا بالشروط التي تحددها السلطات النقدية، ومن ثم تعتبر هذه الأصول أصولاً احتياطية لأنها تحت السيطرة الفعلية والمباشرة للسلطات النقدية.

إن صندوق موازنة الصرف عبارة عن احتياطي مكون من عملات وموضوع تحت يدي سلطة مركزية بغرض التدخل في سوق الصرف لمنع التقلبات غير المناسبة، فمهمته هي أن يتدخل ليحتفظ بسعر صرف العملة عند مستوى معين، ولا يرتفع ولا ينخفض عنه فعليه أن يتدخل ليعاكس تقلبات الصرف عن هذا المستوى وعليه أن يتدخل ليعاكس حركات رؤوس الأموال الضالة الساعية وراء الأمان، وتحقيقاً لهذا الغرض يجب أن يزود صندوق موازنة الصرف بذلك الاحتياطي من العملات الأجنبية والمحلية الذي يتمكن بواسطته من التدخل في سوق الصرف، وقد يستعين الصندوق بالذهب في عملياته.¹

ويمكن تقديم فيما يلي بعض الظروف التي يتعين استيفاؤها لاحتساب الأصول ضمن الأصول الاحتياطية:²

- ألا يكون بوسع كيان مقيم إجراء معاملات في تلك المطالبات مع غير المقيمين إلا بالشروط التي تحددها السلطات النقدية أو بموافقتها الصريحة.

¹ مجدي محمود شهاب، "الاقتصاد الدولي المعاصر"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2006، ص: 266.

² صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، مرجع سبق ذكره، ص: 112.

- أن يحق للسلطات بمقتضى طلب منها استخدام هذه المطالبات المستحقة على غير المقيمين لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات وغير ذلك من الأغراض ذات الصلة.
 - أن يكون هناك قانون مسبق أو غير ذلك من الترتيبات التعاقدية الملزمة بما يؤكد أن صفة الوكالة الممنوحة للكيان المقيم فعلية وصادقة النوايا.
- وبالتالي نستبعد من نطاق احتياطيات الصرف الأجنبية ما بحوزة الأفراد من أصول أجنبية لأنها لا تخضع لسيطرة السلطة النقدية، وكذلك أرصدة العملات الأجنبية التي تتعامل فيها البنوك التجارية داخل الدولة، وكذلك القروض الممنوحة من الهيئات الدولية.

2- إتاحة الاستخدام (الإتاحة بسهولة):

لا بد أن تكون الأصول الاحتياطية متاحة بسهولة بصورة غير مشروطة إلى أقصى حد ممكن، ونقول أن الأصل الاحتياطي سائل إذا أمكن شراؤه أو بيعه أو تصفيته بسرعة وبأقل تكلفة ممكنة.

من المبادئ التي يمكن أن توفر تفسيراً لمفهوم "متاحة للاستخدام" وتشمل هذه المبادئ كل من:¹

- **المشروطة** : تأخذ بعين الاعتبار الأصول المملوكة التي تتوفر على الفور كأصول في الشكل الأكثر غير المشروط كأصول الاحتياطية، شريطة أن تستوفي المعايير الأخرى، ففي بعض الحالات تقوم السلطات النقدية بترتيب إقراض من الأصول إلى طرف ثالث التي لن تكون متاحة للدائن حتى تاريخ استحقاق القرض ، وقبل الاستحقاق هذه الأصول ليست متاحة بسهولة ولا يتم تضمينها في الأصول الاحتياطية، ولا تكون الأصول المرهونة متاحة بسهولة في المعتاد، وينبغي استبعاد هذه الأصول المرهونة المثقلة بالالتزامات.
- **جودة الأصول**: ينبغي أن تكون الأصول الاحتياطية عموماً ذات جودة عالية حتى تكون متاحة بسهولة للسلطات لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات وغير ذلك من الأغراض ذات الصلة في الظروف المعاكسة.
- **السيولة**: ويكون الأصل الاحتياطي سائلاً، حيث يمكن شراؤه وبيعه وتصفيته بالنقد الأجنبي نقداً بالحد الأدنى من التكلفة وفي أقل وقت ممكن، وبدون التأثير في قيمة الأصل، حيث لا يوجد حد زمني، ولكن حتى يكون الأصل مؤهلاً لاعتباره من الاحتياطيات، ينبغي أن يكون متاحاً خلال فترة زمنية قصيرة نظراً لسرعة نشوء الحاجة إلى النقد الأجنبي في الظروف المعاكسة، حسبما يتضح

¹ عبد القادر بوكريد، "متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية - دراسة حالة بنك الجزائر-"، أطروحة دكتوراه علوم تخصص علوم اقتصادية، جامعة الشلف، 2015-2016، ص: 10

من التجارب، و المقصود بالأصول السائلة تلك الأصول التي يمكن شراؤها وبيعها وتصفيتها بأقل تكلفة وخلال أقصر وقت دون تأثير ذا أهمية على قيمة الأصل، ويشمل هذا المفهوم الأصول غير القابلة للتداول، مثل الودائع تحت الطلب، والأصول القابلة للتداول، كالأوراق المالية التي تتوفر لتسويقها بائعون ومشترون مستعدون لذلك وراغبون فيه.

- **أصولاً بالعملة الأجنبية:** إن أصول بالعملة الأجنبية فقط هي المؤهلة كأصول احتياطية، و العملة الأجنبية غير القابلة للتحويل لن يتم تضمينها كاحتياطي، لا بد أن تكون الأصول الاحتياطية مقومة وتتم تسويتها بالعملة الأجنبية نظراً لأن الغرض منها يتمثل في تلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات ودعم أسعار الصرف، وإضافة إلى ذلك حتى تكون الأصول الاحتياطية سائلة، لا بد أن تكون مقومة وتتم تسويتها بعملات أجنبية قابلة للتحويل، أي عملات قابلة للاستخدام بحرية في تسويات المعاملات الدولية.

ثالثاً: احتياطيات الصرف الأجنبي والمقاربات النظرية الأخرى

1- احتياطي الصرف الأجنبي والاحتياطي القانوني:

إن احتياطيات الصرف الأجنبي كما تم ذكرها سابقاً هي أصول أجنبية خاضعة لسيطرة السلطات النقدية من أجل تلبية احتياجات ميزان المدفوعات وتأثير على سعر صرف العملة من خلال التدخل في سوق الصرف الأجنبي، وتكوين أساس يستند عليه في الاقتراض الخارجي.

أما الاحتياطي القانوني فهو يمثل النسبة التي تحتفظ بها المصارف التجارية من ودائعها لدى البنك المركزي، وتعد هذه النسبة الحد الأدنى الذي تحتفظ به المصارف من أرصدة سائلة لمواجهة عمليات السحب من قبل المودعين، ويتم الاحتفاظ بهذه النسبة وفقاً للقانون، إذ أن البنك المركزي يلزم المصارف التجارية على الاحتفاظ بنسبة معينة من ودائعها الجارية كأن تكون 10% أو غير ذلك على شكل احتياطي قانوني¹.

ويفرض البنك المركزي هذه النسبة على البنوك التجارية من أجل التحكم في السياسة الإقراضية وتحديد حجم السيولة لديها، ففي حالة التضخم يقوم البنك المركزي برفع نسبة الاحتياطي القانوني بهدف الحد من قدرة البنوك التجارية على منح القروض، أما في حالة الانكماش يقوم البنك المركزي بتخفيض هذه النسبة من أجل رفع قدرة البنوك على منح الائتمان.

¹ عدنان حسين يونس الخياط وآخرون، "اقتصاديات الاحتياطيات الدولية"، الطبعة الأولى، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2018، ص:13.

إن كل من احتياطات الصرف الأجنبي والاحتياطي القانوني يتم التحكم بهما من قبل البنك المركزي من أجل تحقيق الاستقرار الاقتصادي، فالأول يعمل على تحقيق الاستقرار الخارجي بصورة مباشرة من خلال تلبية احتياجات ميزان المدفوعات، أو بصورة غير مباشرة من خلال التحكم بسعر صرف العملة أو غير ذلك، كما يمكن أن تساهم في تحقيق الاستقرار الداخلي وخاصة التضخم من خلال الاعتماد على سعر صرف العملة كمرتكز اسمي. أما الثاني فهو يستخدم كأداة لتحقيق الاستقرار الداخلي متمثلاً بالحد من التضخم عبر إجراءات البنك المركزي من خلال التحكم بالاحتياطي القانوني¹.

2- احتياطات الصرف الأجنبي والسيولة الدولية:

إن مفهوم السيولة الدولية ينصرف إلى مقدرة الدولة على تسوية الالتزامات الدولية أو على تمويل العجز في ميزان المدفوعات، ويعتبر هذا التعريف تعريفاً وظيفياً للسيولة الدولية².

كما تعرف على أنها وسائل الدفع الخاصة المتوفرة لدى البنوك المركزية من أجل تسوية أرصدة المبادلات الدولية، وتتكون من وسائل نقدية تسمى سيولة أولية (الذهب، عملات أجنبية، حقوق السحب على مستوى صندوق النقد الدولي) ومن وسائل قرض تسمى سيولة ثانوية أو مشروطة (السحب المشروط الذي يفوق حصة الذهب لدى صندوق النقد الدولي وحقوق السحب الخاصة)³.

عرفها صندوق النقد الدولي بأنها: تشمل جميع الموارد المتاحة للسلطات النقدية للدول لأغراض مواجهة العجز في ميزان المدفوعات، وهي تشمل السيولة التي تمتلكها السلطات النقدية ملكية مطلقة، بالإضافة إلى العناصر التي تقترضها من العالم الخارجي⁴.

من خلال التعريف نجد أن مفهوم السيولة الدولية أوسع وأشمل من مفهوم احتياطي الصرف الأجنبي، حيث تشمل السيولة الدولية زيادة على احتياطات الصرف الأجنبي أصول العملات الأجنبية لدى الحكومة، هذه الأصول تحدد معاً موارد العملة الأجنبية الرسمية التي يمكن تجنيدها بسرعة من أجل إشباع الطلب على الصرف الأجنبي. كما أننا نجد أن احتياطات الصرف الأجنبي تتعلق بمستحقات السلطات النقدية على غير المقيمين فقط، بينما السيولة الدولية تتعلق بمستحقات والالتزامات الخاصة بالبنك المركزي والحكومة من العملات الأجنبية تجاه المقيمين وغير المقيمين.

¹ عدنان حسين يونس الخياط وآخرون، نفس المرجع السابق، ص: 14.

² هزاع مفلح، "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص: 34.

³ Maurice Denis, "Lexique de L'Economie et de la Gestion", Edition Labor, 1976, p=133.

⁴ علي محمد سعود & عجاب صاحب، "التمويل الدولي"، دار الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص: 223

3- احتياطيات الصرف الأجنبي وصناديق الثروة السيادية والفوائض الحكومية بالعملة الأجنبية:

يتم إدارة الفوائض الحكومية في حسابات خارج الميزانية العمومية من قبل البنك المركزي، وعندما تكون أرصدة الحكومة من العملات الأجنبية ودائعا لدى البنك المركزي وضمن الميزانية العمومية، تعد إضافة إلى الاحتياطيات الدولية.

أما أموال صناديق الثروة السيادية، فهي تعد أموال حكومية فائضة كما يمكن النظر إليها باعتبارها جزءا من الاحتياطيات الدولية التابعة للبنك المركزي يقوم باقتراضها الصندوق باعتباره كيان مالي مستقل، وعادة ما يتم استثمار هذه الأموال استنادا إلى مبادئ المحفظة المثلى مع الاحتفاظ بجزء من هذه الأموال المستثمرة بسهولة عالية، وغالبا ما تسعى صناديق الثروة السيادية الممولة من خلال الفوائض الحكومية إلى الاستثمار في الأسهم وبذلك فهي لا تسعى إلى إدارة السياسة النقدية أو سعر الصرف، أما البنوك المركزية ولكونها ملزمة بتوفير مستوى معين من السيولة لمواجهة متطلبات سعر الصرف فإنها تستثمر جزء من احتياطياتها بشكل أساس في السندات¹.

المطلب الثاني: صيغ ودوافع حيازة احتياطيات الصرف الأجنبي

توجد العديد من الأسباب التي تدفع الدول إلى تكوين احتياطي الصرف الأجنبي، كالمعالجة الاختلال في ميزان المدفوعات، والمحافظة على استقرار قيمة العملة الوطنية فهو بمثابة صمام أمان للدولة.

أولا: صيغ احتياطيات الصرف الأجنبي

هناك عدة صيغ لاحتياطي الصرف الأجنبي أهمها ما يلي:²

1- إجمالي احتياطيات الصرف الأجنبي الاسمية: وهي تمثل إجمالي ما تملكه الدولة من أصول العملات الأجنبية، الشريحة الاحتياطية لدى صندوق النقد الدولي وحقوق السحب الخاصة بالإضافة إلى حيازات الذهب.

تتقلب قيمة هذه الاحتياطيات طوال العام ويمكن إرجاع هذا التقلب إلى عدد من الأسباب منها:

- حصة حقوق السحب الخاصة في صندوق النقد الدولي.
- التقلب في أسواق العملات الأجنبية.
- التقلب في قيمة الدولار الأمريكي.

¹ عدنان حسين يونس الخياط وآخرون، "اقتصاديات الاحتياطيات الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

² Ali A.bolbol and ayten m.fatheldin, "analysis of foreign reserves in the Arab countries(1980-2002)", Arab Monetary Fund Economic Papers, Number 10, Abu Dhabi, January, 2005, p:39.

2- احتياطات الصرف الاسمية الصافية: وهي عبارة عن إجمالي احتياطات الصرف الأجنبي الاسمية مطروحا منها الديون قصيرة الأجل بالعملات الأجنبية.

وتعرف الديون قصيرة الأجل على أنها الديون الخارجية التي يكون أجل استحقاقها سنة واحدة أو أقل ويوجد حاليا معيارين لتحديد الديون قصيرة الأجل:¹

➤ **معيار بنك التسويات الدولية (BIS):** الذي يستعمل فكرة " استحقاق الدين المتبقي "

فيتم احتساب جميع الديون الخارجية التي يستحق سدادها خلال سنة واحدة كديون قصيرة الأجل بغض النظر عن تاريخ الاستحقاق الأصلي.

➤ **معيار البنك الدولي:** يعتبر الديون قصيرة الأجل تشمل فقط الديون الخارجية (بما في

ذلك القروض التجارية الرسمية الموسعة للبلدان النامية كما جاء في تقرير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية) مع آجال الاستحقاق الأصلي لمدة سنة واحدة أو أقل.

3- احتياطات الصرف الأجنبية الحقيقية: عبارة عن إجمالي احتياطات الصرف الأجنبية الاسمية ناقص

التضخم في قيمة هذه الاحتياطات، أي إزالة التشوهات السعرية عن طريق المكمش عن مؤشر احتياطات الصرف الأجنبية الاسمية. يعبر هذا المؤشر عن القدرة الحقيقية الدولية لهذا المخزون من الاحتياطات.

4- احتياطات الصرف الأجنبية الصافية الحقيقية: نحصل على هذا المؤشر بإزالة التشوهات السعرية

عن احتياطات الصرف الاسمية الصافية، ويعبر هذا المؤشر عن الملاءة الدولية للبلد.

ثانيا: دوافع حيازة احتياطات الصرف الأجنبي

إن السلطات النقدية للدول تحتفظ بحجم معين وملائم من احتياطي الصرف الأجنبي، الذي يعد من القضايا المهمة للاقتصاد الوطني، ومن أهم أولويات سياستها وظروفها الاقتصادية، وتشير النظرية الاقتصادية إلى أن مستوى احتياطي الصرف الأجنبي يكون مرتبط بنظام سعر الصرف المتبع من طرف الدولة، حيث أن الدول التي تتبع نظام سعر الصرف الثابت تكون في حاجة للتدخل في سوق الصرف الأجنبي من أجل الحفاظ على سعر صرف عملتها، ونتيجة لذلك تكون مستوى احتياطاتها الأجنبية أعلى من الدول التي تتبع نظام سعر الصرف المرن والتي يتغير سعر صرف عملتها وفقا للطلب والعرض على العملة في سوق الصرف.

¹ يوري دادوش و آخرون، " دور الديون قصيرة الأجل في السنوات الأخيرة"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 37، العدد 04، ديسمبر 2000

وهذا ما كان سائد في القرن العشرين، أي خلال نظام سعر الصرف الثابت الذي كانت فيه الاحتياطات ضرورية من أجل حماية أو الدفاع عن سعر صرف العملة المحلية كلما انخرقت عن المجال المسموح به. ولكن بعد سنة 1973 تبنت معظم الدول الصناعية نظام سعر الصرف المرن، حيث جعلت قيمة العملة تتحرك حسب الطلب والعرض على العملة، فهنا ساد مبدأ لا ضرورة لحيازة الاحتياطات من أجل هدف التدخل إذا كان سعر صرف العملة مرن بشكل تام.

لكن في الواقع الدول الصناعية واصلت حيازة الاحتياطات وزيادة تراكمها، وذلك من أجل التدخل في سوق الصرف الأجنبي لتجنب اضطراب حالة سعر الصرف أو في بعض الحالات من أجل إدارة سعر الصرف بشكل فعال.¹

مما سبق نجد أن سبب حيازة احتياطي الصرف الأجنبي في ظل نظام سعر الصرف العائم لا يفسر بشكل واضح من طرف النظرية الاقتصادية، وبالتالي يمكن القول أن هناك أسباب أخرى تدفع الدول لحيازة احتياطي الصرف الأجنبي.

قدم صندوق النقد الدولي في سنة 2001 بشكل مفصل الأسباب التي تدفع الدول لحيازة الاحتياطات الدولية والتي يمكن تلخيصها في النقاط التالية:²

- تدعيم والمحافظة على الثقة في السياسات النقدية وإدارة سعر الصرف من خلال القدرة على التدخل لتدعيم العملة الوطنية.
- المحافظة على سيولة العملات الأجنبية التي يمكن استعمالها في أي وقت لامتناع الصدمات في حالة صعوبة الحصول على القروض أو تكون مكلفة للغاية.
- توفير مستوى من الثقة في الأسواق والتي تمكن البلد من تلبية التزاماته الخارجية خاصة في أوقات الأزمات والصدمات الخارجية.
- يبين دعم العملة المحلية من خلال الأصول الخارجية.
- مساعدة الحكومة في تلبية احتياجاتها من النقد الأجنبي والتزامات الديون الخارجية.
- الحفاظ على احتياطي لمواجهة الكوارث أو الطوارئ الوطنية.
- توليد دخل مالي للبلد.

¹ J.onno de beaufort wijnholds and Lars sonder gaard,," Reserve Accumulation Objective or by – Product?", Occasional paper series, n°73 Septembre 2007,European central bank, Germany, p:16.

² Felix Hufner : "foreign exchange intervention as a monetary policy instrument", Zew Economic studies 23, Germany, 2004, p:83.

- تخصيص المدخرات الوطنية من أجل الأجيال القادمة على سبيل المثال من بيع الموارد الطبيعية غير المتجددة.

كذلك مع درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي ومع حرية حركة دخول وخروج رؤوس الأموال من وإلى الدول، قامت الدول بزيادة حجم احتياطياتها الأجنبية للتعامل أكثر فعالية مع التوقف المفاجئ في تدفقات رأس المال. وبالنظر إلى الأزمات المالية التي حدثت في أواخر 1990 وبداية 2000 نجد أن أغلب الدول اتجهت إلى زيادة حجم احتياطياتها من أجل التأمين الذاتي ضد التطور غير الملائم في وضعها الخارجي.

فالبالد ذو الوضع الاقتصادي السليم ليس محتملا أن يتخلف عن الوفاء بائتماناته المصرفية والتجارية ويهدد الاستقرار المالي للبلدان الأخرى، في حين أن البلد ذو الاحتياطيات المنخفضة لا يمتلك سوى أموال قليلة يستند إليها عند حدوث أزمة، وهو أقرب أن يواجه مشكلات سداد أكثر من البلدان التي تمتلك سندا أفضل.¹

المطلب الثالث: قنوات تراكم احتياطيات الصرف الأجنبي

تسارعت وتيرة تراكم احتياطيات الصرف الأجنبي خلال السنوات الأخيرة، حيث وصل إلى 13% من الناتج المحلي الإجمالي أي زاد بثلاثة أضعاف خلال عشرة سنوات الأخيرة، فكيف يتم حدوث هذا التراكم في الاحتياطيات؟

يتم الحصول على احتياطي الصرف الأجنبي عن طريق قناتين للتراكم: (أنظر الشكل رقم 1-3)

• يتراكم احتياطي الصرف الأجنبي من فوائض الحساب الجاري أي كسب الاحتياطي ويسمى الاحتياطي المكتسب.

• وإما استطاعة البلد على اقتراض الاحتياطي ويسمى الاحتياطي المقترض.

1- الاحتياطات المكتسبة : يعبر هذا الاحتياطي عما يتوافر من فائض متواصل في الحساب الجاري من ميزان المدفوعات مع العالم الخارجي إلى الدرجة التي تتراكم عندها هذه الفوائض المتتالية على شكل احتياطيات أجنبية.

يتشكل الرصيد الفائض من أرصدة الميزان التجاري والتحويلات الجارية.

يشمل الميزان التجاري كافة البنود المادية المتعلقة بحركة السلع والخدمات من صادرات وواردات بلد ما مع بقية العالم في فترة زمنية محددة. ويشكل الفرق بين الصادرات والواردات فائض في الميزان التجاري.

¹ جوسلين لانديل & ميلز، "التكلفة المالية للاحتفاظ بالاحتياطيات"، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 1989، ص: 17.

إن تصاعد الفوائض المسجلة في الميزان التجاري يعكسه ارتفاع أداء الصادرات، فحصيللة الصادرات هي المصدر الأساسي الذي تستطيع الدولة أن تراكم منه الاحتياطيات، فلولا الصادرات الضخمة لدول جنوب شرق آسيا لما تمكنت تلك الدول من أن تراكم احتياطيات ضخمة، ويمكن اعتبار الاحتياطيات التي تتراكم من الصادرات هي احتياطيات ادخار.¹

كذلك تعتبر التحويلات الجارية من أهم مصادر تدفقات النقد الأجنبي وتشمل أهم عناصرها على:

- تحويلات العاملين من الخارج.

- المساعدات الإنمائية الرسمية.

- **تحويلات العاملين من الخارج:** تكتسي أهمية بالغة في الاقتصاد الكلي للدول المستقبلية لها من خلال توفير دخل متواصل من النقد الأجنبي ودعم موازين المدفوعات، وتحسين الجدارة الائتمانية لتعزيز القدرة على الاقتراض الخارجي بشروط أفضل. وتعتبر زيادة احتياطيات الصرف الأجنبي أحد القنوات التي يتم توجيه الفوائض المالية إليها من التحويلات الرسمية والمنظمة.

وتعرف تحويلات العاملين على أنها تحويلات جارية خاصة، تضم السلع والأصول المالية من مهاجرين و/ أو عاملين مقيمين خارج الدولة لفترة سنة أو أكثر إلى أشخاص (عادة أفراد أسرهم) في دولهم الأصل، أما العاملين في الخارج لفترة تقل عن سنة (أي غير مقيمين في دول المهجر) فإن تحويلهم يمثل دخلا تم الحصول عليه من العمل لصالح جهة غير المقيمين (في دولهم الأصل)، وبذلك فإنها تدخل ضمن تعويضات العاملين تحت بند الدخل في ميزان المدفوعات.²

وتشير تقديرات البنك الدولي إلى أن تدفقات التحويلات السنوية المسجلة رسميا إلى البلدان المنخفضة والمتوسطة الدخل وصلت إلى 529 مليار دولار في عام 2018 بزيادة قدرها 9.6% عن المستوى القياسي السابق البالغ 483 مليار دولار في عام 2017 ، ووصلت التحويلات المالية العالمية، التي تشمل تحويلات إلى البلدان مرتفعة الدخل إلى 689 مليار دولار عام 2018 مقابل 633 مليار دولار عام 2017.³

¹ محمد بن علي العقلا، "محددات الاحتياطيات الدولية في الدول العربية"، مجلة آفاق السنة العاشرة، العدد الثالث، جويلية 1998، ص: 190.

² دليل احصاءات ميزان المدفوعات، الطبعة الخامسة، 2005.

³ بيان صحفي رقم 2019/184 صادر بتاريخ 2019/04/08 على الموقع: www.albankaldawli.org

- تدفق المساعدات الإنمائية الرسمية:

يمكن أن يتعزّز موقف الدولة من احتياطي الصرف الأجنبي للبلد من خلال المعونات والمساعدات التي تحصل عليها من الحكومات الأخرى، والتي تعتمد عليها الدول التي تنتمي إلى فئة الدخل المنخفض. فلجأت الكثير من سلطات المالية العامة في البلدان التي تتلقى المساعدات بشكل أكبر إلى عدم إنفاق المعونة في السنة التي تتلقاها فيها، بينما يراكم البنك المركزي احتياطيات بالنقد الأجنبي (إثيوبيا، غانا) وفي بلدان أخرى زادت سلطة المالية العامة من الإنفاق بما يتماشى مع الارتفاع الهائل في المعونات الأجنبية، بينما سعت السلطة النقدية إلى إبطال ارتفاع سعر الصرف الحقيقي، وذلك عن طريق تعقيم التوسع النقدي المرتبط بزيادة الإنفاق العام (موزامبيق، غانا، تنزانيا). فكل هذا يعبر عن جزء من المعونة في شكل احتياطيات دولية وهو ما يمكن تخفيف من مشكلات المرض الهولندي وغيرها من الآثار الجانبية للمعونات الأجنبية.¹

وبالتالي فإن ادخار جزء من تدفقات المعونة المستقبلية في شكل احتياطيات دولية يمكن أن يكون له ما يبرره من منظور المالية العامة والإدارة الاقتصادية الكلية.

● من منظور المالية العامة:²

كانت الزيادة الكبيرة في المعونة تنفق كلها عند وصولها، وأن حدوث هبوط كبير لاحقاً في متحصلات المعونة يمكن أن يحدث الحاجة إما لتقييد الإنفاق على نحو يترتب عليه آثار سلبية أو اللجوء إلى رفع التمويل المحلي للنفقات ما يمكن أن يؤدي إلى فقدان السيطرة النقدية وإلى التضخم. على العكس فإن ادخار جزء من الزيادة الهائلة في المعونة من شأنه أن يساعد على تفادي الاعتماد المفرط على التمويل المحلي.

● من منظور الإدارة الاقتصادية الكلية: إن ادخار جزء من الزيادات في تدفقات المعونة يعكس

الحاجة إلى تمهيد الاستهلاك الكلي وتحقيق التوازن بين الطلب والعرض، ومن الأهمية بناء احتياطيات وقائية من أجل توفير التأمين الذاتي من الصدمات السلبية المستقبلية في البلدان التي لديها تغطية منخفضة لواردها بالاحتياطيات، وتكون بذلك معرضة للصدمات خارجية المنشأ

¹ عبد القادر بوكريد، "أثر مستوى احتياطات الصرف على الاقتصاد الكلي-دراسة حالة الجزائر"، مذكّرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2008-2009، ص: 42

² صندوق النقد الدولي، "دراسة استقصائية للأوضاع الاقتصادية المالية العالمية"، أفاق الاقتصاد العالمي العولمة وعدم المساواة، أكتوبر 2007، ص: 98.

والمتكررة، وقد يكون ادخار جزء من المعونة استراتيجية تمهد مسارات الإنفاق عندما تكون الطاقة الاستيعابية ضعيفة.

إن الفائض في الحساب الجاري يحقق من طرف القطاع الخاص (الذي يقوم بعملية التصدير)، هذا الأخير يطرح هذا الفائض (إيرادات العملة الأجنبية) في سوق الصرف الأجنبي فتسلمها البنوك المركزية مقابل العملة المحلية.

وبالتالي فإن الاحتياطيات المكتسبة تنتج من الفائض في الحساب الجاري الذي يحققه القطاع الخاص نتيجة القيام بعمليات التصدير، أو تحويلات العاملين التي تطرح في سوق الصرف الأجنبي وتسلمها البنوك المركزية مقابل العملة المحلية.

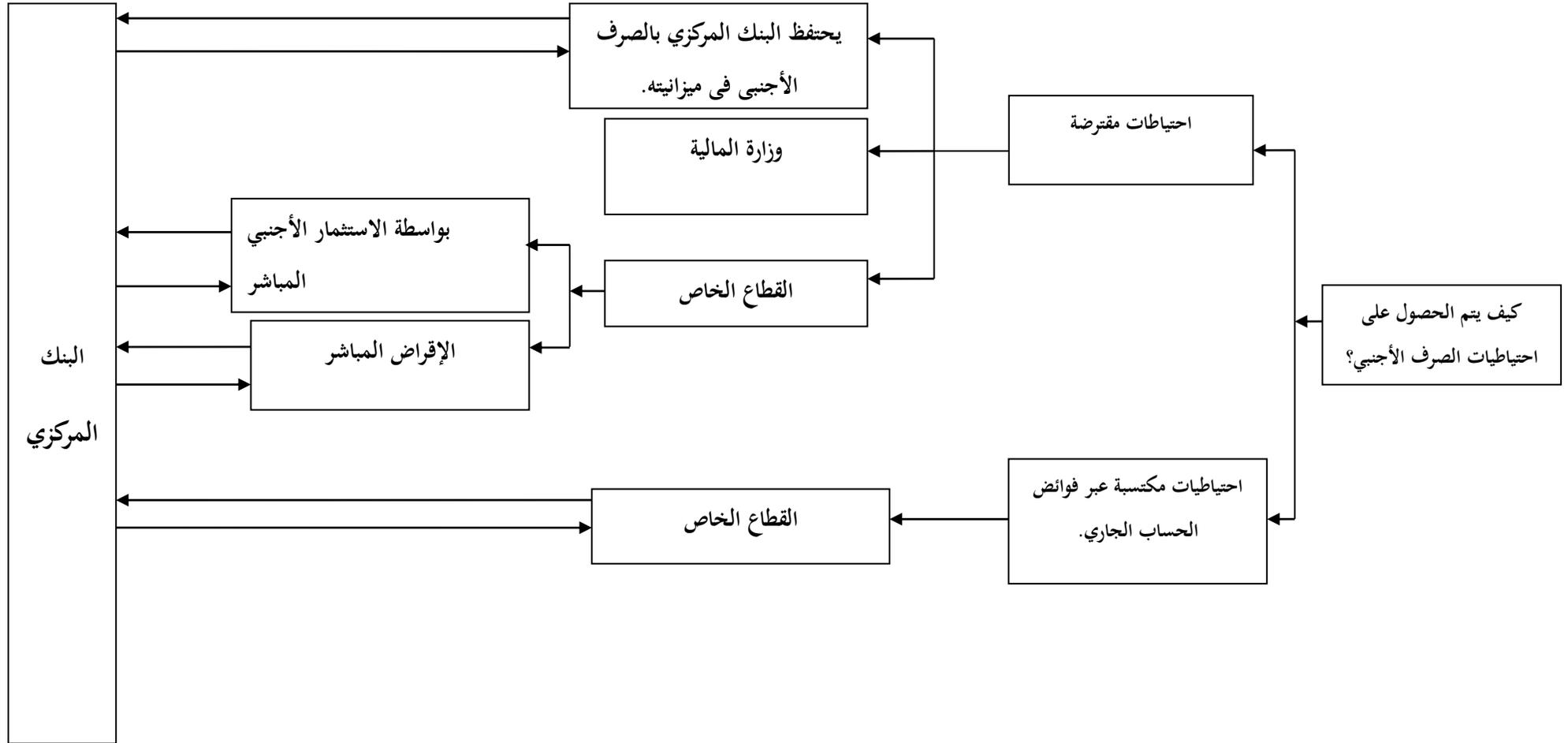
2- الاحتياطيات المقترضة: هي الاحتياطيات التي تتشكل من فوائض الحساب الرأسمالي وتنقسم إلى:

- رؤوس الأموال طويلة الأجل: وهي التي تتجاوز سنة واحدة كالقروض طويلة الأجل، الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة.
- رؤوس الأموال قصيرة الأجل: وهي التي لا تتجاوز سنة واحدة كالودائع الحكومية، قروض قصيرة الأجل.

و في هذه الحالة تتراكم الاحتياطيات بثلاث قنوات:

- اقتراض البنوك المركزية لنفسها: عندما تكون إيرادات الأصول الأجنبية معدومة تقوم البنوك المركزية بالاقتراض لنفسها لزيادة النقد الأجنبي، وهذا الإجراء لا يؤثر على القاعدة النقدية لأن البنك يحتفظ بالنقد الأجنبي في ميزانيته.
- الاقتراض لحساب وزارة المالية: يقوم البنك المركزي بالاقتراض لحساب وزارة المالية (الحكومة) باعتباره الوكيل المالي لها، حيث تقوم الحكومة ببيع النقد الأجنبي للبنك المركزي مقابل العملة المحلية.
- عن طريق القطاع الخاص: حيث يقوم القطاع الخاص ببيع النقد الأجنبي في سوق الصرف مقابل العملة المحلية، ويحصل القطاع الخاص على النقد الأجنبي عن طريق الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة، أو عن طريق القروض المباشرة.

الشكل(2-1): قنوات تراكم احتياطيات الصرف الأجنبي



.Source: J.onno de beaufort wijnholds and lars sonder gaard," reserve accumulation objective or by – product?", Référence déjà cité, p = 23

المبحث الثاني: مكونات احتياطي الصرف الأجنبي

لقد تطورت العناصر المكونة لاحتياطيات الصرف الأجنبي بتطور النظم النقدية والعلاقات الاقتصادية الدولية، ففي ظل نظام قاعدة الذهب كان الذهب يشكل المصدر الرئيسي لاحتياطي الصرف الأجنبي، ولكن مع انهيار نظام قاعدة الذهب وظهور مشكلة السيولة الدولية توسعت تشكيلة احتياطي الصرف الأجنبي وذلك نتيجة العوامل التالية:¹

- رغبة الدول التي تملك احتياطيات ذهبية كافية في تكوين احتياطيات ملائمة من العملات الأجنبية لمواجهة العجز في ميزان المدفوعات.
 - الاقتصاد في استخدام الذهب في تسوية المدفوعات الدولية.
 - توفير مرونة أكبر في إصدار النقود.
 - استخدام العملات الأجنبية للحفاظ على القيمة الخارجية للعملة الوطنية.
- وحسب تصنيف دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي (2009) فإن احتياطي الصرف الأجنبي يتكون بالإضافة إلى الذهب النقدي: العملات الاحتياطية الدولية، حقوق السحب الخاصة وشريحة الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي.

المطلب الأول: احتياطي الذهب النقدي

يعتبر الذهب النقدي من أقدم وأهم الأصول الاحتياطية للدول، وقد ارتفعت نسبة حيازته لدى الدول نتيجة خصائصه السلعية والمالية التي يتمتع بها.

أولاً: تعريف احتياطي الذهب النقدي

يعرف دليل الحسابات القومية الصادر عن هيئة الأمم المتحدة سنة 1993 الذهب النقدي: "أنه الذهب المملوك من قبل السلطات النقدية ويخضع لسيطرتها ويعتبر أصلاً من أصولها ومعلوماً من احتياطياتها الأجنبية، ويعامل جميع الذهب المحتفظ به من قبل المؤسسات المالية عدا البنك المركزي باعتباره سلعة أو مخزون أو سلعة ثمينة."²

أي أن احتياطي الذهب جزء من الاحتياطيات الرسمية يحتفظ به البنك المركزي كمستودع للقيمة أو لتأمين العملة.

¹ هيل عجمي جميل الجنابي & رمزي ياسين يسع أرسلان، "النقود والمصارف والنظرية النقدية"، الطبعة الأولى، دار واثل، الأردن، 2009، ص: 190.

² دليل الحسابات القومية الصادر عن هيئة الأمم المتحدة سنة 1993.

حسب التعريف السابق فإن الخاصية الوحيدة للذهب لأن يكون أصلا من أصول احتياطيات الصرف هو ملكيته من قبل السلطات النقدية، و بالتالي يتميز الذهب النقدي عن الذهب الذي يكون بحوزة الأفراد أو الشركات أو الحكومات المنتجة له، والذي يتم التعامل به لغرض البيع والشراء، هذا الأخير الذي يسمى بالذهب غير النقدي والذي يعامل على أنه سلعة عادية.

ويقوم مجلس الذهب العالمي كل سنة بنشر تقرير حول احتياطيات الذهب النقدي الرسمية كما هي مبينة في الجدول التالي.

الجدول(2-2): احتياطي الذهب الرسمي ونسبته من إجمالي الاحتياطيات.

(عشرة دول ذات المراتب الأولى)

الرقم	الدول	احتياطي الذهب بالطن	نسبته من إجمالي الاحتياطيات
01	الولايات المتحدة الأمريكية	8133.5	74.50%
02	ألمانيا	3369.9	69.6%
03	صندوق النقد الدولي	2814.0	-
04	إيطاليا	2451.8	66.6%
05	فرنسا	2436.0	62.4%
06	روسيا	1944.0	17.20%
07	صين	1842.6	2.3%
08	سويسرا	1040.1	5.2%
09	اليابان	765.2	2.5%
10	هولندا	612.5	67.3%
11	الهند	561.9	5.50%

Source : world gold council, « gold demand trends »,AOUT 2018.

نلاحظ من خلال الجدول أن الولايات المتحدة الأمريكية تحوز على أكبر احتياطي من الذهب النقدي بمقدار 8133.5 طن تليها ألمانيا بـ 3369.9 طن ثم باقي الدول، كما نلاحظ أنه رغم نزاع الصفة النقدية عن الذهب إلا أن الدول مازالت تحتفظ بالذهب كأصل احتياطي، وهو ما يفسر ارتفاع نسبته من إجمالي الاحتياطيات لبعض الدول وهذا راجع للثقة في الذهب كأصل احتياطي.

نما المخزون المادي من الذهب الرسمي بنسبة 0.6% في 2018 يعكس هذا زيادة بنسبة 4.6% في المخزون الذي تحتفظ به الاقتصادات الناشئة وعدم حدوث أي تغيير في المخزون الذي تحتفظ به الاقتصادات

المتقدمة، وقد شكل الذهب 15.8% من احتياطيات الدول المتقدمة و4.8% من احتياطيات الدول النامية.

ثانيا: دوافع حيازة البنوك المركزية للذهب:

خصوصية الذهب السلعية والمالية والتي يخضع فيها لقواعد العرض والطلب وتكاليف الإنتاج، كذلك عدم تأثره بالسياسة الاقتصادية المباشرة لأي دولة كان سببا في تقوية موضع الدولة من حيازاتها الرسمية للذهب.¹ بذلك يعتبر الذهب ملاذا آمنا، ويرجع احتفاظ البنوك المركزية بالذهب إلى عدة أسباب منها:²

التنوع - الأمن الاقتصادي - الأمن المادي - الثقة - التأمين - مصدر للدخل.

- **التنوع** : يحاز احتياطي الذهب لغرض التنوع لأن الاحتياطيات المشكلة من العملات والأوراق المالية للدول الأجنبية أكثر عرضة للمخاطر، لأن أسعارها تخضع لقرارات السياسة النقدية للمصارف المركزية، وكذا تأثر أسعار العملات بأسعار الصرف فيما بينها، في حين أن الذهب يخضع لقانون العرض والطلب، وبذلك توفر استراتيجية التنوع عائدا أقل تقلبا من الاستناد إلى أصل واحد.

- **الأمن الاقتصادي**: إن الذهب في منأى عن التشوهات السعرية ويحتفظ بقوته الشرائية على المدى الطويل.

- **الأمن المادي**: يشكل الذهب أمنا ماديا مقارنة بباقي الأصول الاحتياطية التي تم التعاقد عليها في شكل أوراق مالية والتي تكون معرضة للتجميد.

- **الثقة**: إن استخدام الذهب من طرف البنك المركزي كأحد أصول مقابلات الكتلة النقدية يدعم الثقة في العملة وهو مؤشر للثقة الائتمانية للبلد.

- **التأمين**: إن امتلاك الذهب فكرة حكيمة وذكية للمساعدة في الحماية من احتمالات التعرض للصدمات الاقتصادية الخارجية.

- **مصدر للدخل**: هناك من يرى بأن الذهب من الأصول التي لا تدر دخلا، لكنه وبما أن للذهب سوق وبورصة تتم عملية الإقراض به مما يساهم في توليد الأرباح مع تحمل أقل المخاطر.

¹ Grigori A marchenko, " gold as a reserve asset", the LBMA precious metals conference 2003, Lisbon, p ;13.

² مجلس الذهب العالمي، التقرير السنوي 2008.

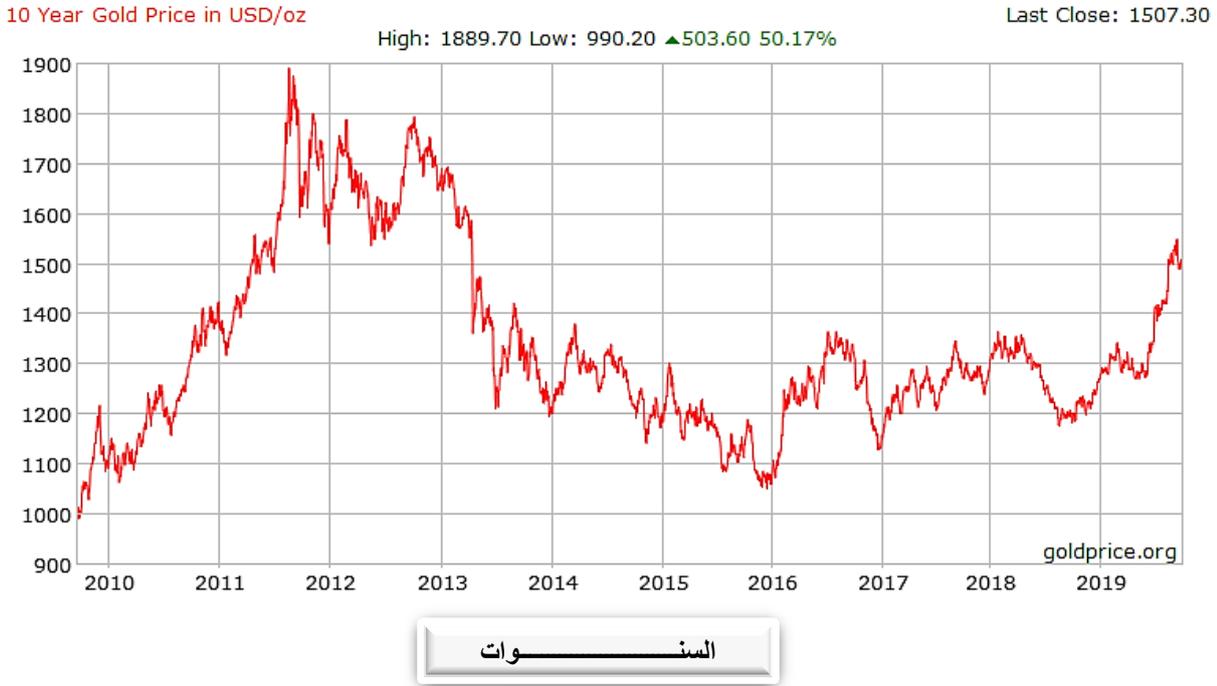
ثالثا: الجدل الاقتصادي حول اعتبار الذهب كأصل احتياطي دولي

رغم نزع الصفة النقدية عن الذهب في النظام النقدي الدولي، إلا أن البنوك المركزية تواصل حيازة الذهب كأحد عناصر احتياطياتها الدولية، ومع ذلك فالبعض يرفضون اعتبار الذهب ضمن الاحتياطيات الدولية لأسباب منها:¹

- أنه لا يمكن استخدامه مباشرة في دعم سعر صرف العملة.
- الاحتفاظ به لا يدر أي عائد بل العكس قد يتطلب الحفاظ عليه تكلفة ربما تكون مرتفعة.
- صعوبة تقييمه بسعر ثابت بسبب تقلب أسعاره العالمية، والتي تخضع للطلب والعرض عليه في السوق.

نلاحظ من خلال الشكل (2-1) الذي يبين تطور أسعار الذهب خلال الفترة من 2010-2019 أن سعر الذهب في تذبذب حيث شهد ارتفاعا من 2010 إلى غاية منتصف 2011 بسبب ارتفاع الطلب عليه نتيجة الأزمة المالية لسنة 2009 ليشهد بعدها انخفاض بداية من 2013 ليصل إلى أخفض سعر له سنة 2016.

الشكل (2-2): تطور أسعار الذهب بالدولار



المصدر: <https://goldprice.org/exchanges/buy-gold-in-united-states>

¹ رمزي زكي، "الاحتياطيات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 261.

رغم ذلك فالبعض يدافع عن فكرة إبقاء واستمرار الذهب كأصل احتياطي باعتباره ملاذا آمنا وأنه يتمتع بمزايا لا يتمتع بها أصل آخر منها:

- ارتفاع سعر الذهب نتيجة التضخم مما يعني أنه على الرغم من أن الاحتفاظ به لا يدر أي عائد، إلا أنه يحتفظ بقيمته لمواجهة آثار التضخم أي يعتبر كأداة للتحوط من التضخم.
- إن قيمة الذهب تتحدد من خلال العرض والطلب في أسواق الذهب العالمية، في حين العملات والأوراق المالية الحكومية تعتمد على وعود الحكومة والتغيرات في السياسات النقدية للبنوك المركزية¹.
- إن تقلبات أسعار الذهب التي رُفض من أجلها أن يكون أصلا احتياطيا لا تقتصر فقط على الذهب بل تشتمل جميع العملات الاحتياطية الأخرى.
- عمق سوق الذهب وسيولتها وخلوه من المخاطر الائتمانية تجعل هذا المعدن من أكثر الأصول جاذبية للبنوك المركزية مقارنة بالبدائل الأخرى.

حيث نلاحظ منذ اندلاع الأزمة المالية في سنة 2008، والتي كان أحد العوامل الرئيسية الأساسية التي أدت إليها هو الاعتماد على الدولار بشكل كبير، هذه الحاجة إلى تقليل الاعتماد على الدولار أضاف نوعا من الضغط لتنويع احتياطياتها في أصول أخرى.

المطلب الثاني : إحتياطي العملات الأجنبية

نظرا لحاجة الدول للتعامل مع الدول الأخرى سواء من حيث حاجتها لتصدير واستيراد السلع والخدمات من دول أخرى أو لاستثمار الأموال بعملات دول أخرى، فإنها تحتاج إلى عملات أجنبية لتسوية التزاماتها الدولية، وإذ قلنا أنها تحتاج لعملات أجنبية فهذا لا يعني أن جميع العملات الأجنبية تقبل في تسوية الالتزامات والحقوق الدولية، بل لابد من توفر شروط معينة في العملة كي تقبل في تسوية المدفوعات الدولية، ويصطلح على العملة في هذه الحالة بالعملات الارتكازية أو العملات القابلة للتحويل أو العملة الصعبة، وهذه هي العملات التي تدخل في عداد احتياطيات الصرف الأجنبي.

¹ Jitt leyland, "the evolution in central bank attitudes toward gold", world gold council, april 2010, p:10

أولاً: مفهوم عملات الاحتياطي:

1- تعريف عملة الاحتياطي(العملة الإرتكازية) : تعتبر على أنها عملة وطنية تتمتع بالقبول العام

في تسوية المدفوعات خارج حدود دولتها، وتعتبر أداة للتبادل ومقياس للقيمة ومخزن لها.

كما يمكن القول أن العملات الارتكازية هي العملات القابلة للتحويل، أي تلك العملة التي لا تفرض دولتها قيوداً على مدفوعاتها الخارجية أو على موجودات الدول الأخرى من عملتها، أي أن لهذه العملة الحرية بالدخول والخروج من وإلى الدولة أو دول أخرى دون أية قيود أو دون أخذ الموافقة من السلطات النقدية بإخراج العملة.¹

2- شروطها: حتى تستوفي العملة دور احتياطي الدولي وحتى تؤدي دور النقد العالمي فإن "اسكامل" يضع

أربعة شروط لهذه العملة:²

- أن هذه العملة يجب أن تكون عملة دولة ذات مكانة كبيرة في مجال التجارة الخارجية. كما أن لهذه العملة سوق عالمية يتوافر فيها عرض هذه العملة والطلب عليها.
- يجب أن تتمتع قيمة هذه العملة بقدر كبير من الثبات، أو على الأقل بقدر أكبر من الاستقرار الذي تتميز به عملات الدول الأخرى.
- أن تركز هذه العملة على نظام نقدي ومصرفي ذو درجة كبيرة من التقدم والخبرة في مؤسساته وكفاءة عالية في طرق إدارته.
- يجب أن لا تخضع هذه العملة للندرة الدورية.

فإذا توفرت هذه الشروط في عملة أي دولة فإن تلك العملة تكتسب صفة القبول العام على المستوى

الدولي وتلعب دور النقد العالمي، وسوف تسعى دول العالم إلى اقتنائها والاحتفاظ بها كاحتياطيات دولية.

يبحث الاقتصادي الهندي "chatterjee" في أهمية استمرار صفة القابلية للتحويل بالنسبة للعملة، فإذا

كانت عملة دولة قابلة للتحويل فإنه يلزم الاهتمام أيضاً في استمرار تلك الصفة، ففي الوقت الحالي لا

توجد عملة واحدة قابلة للتعامل في كل المعاملات الدولية في العالم، ولكن على العكس من ذلك نجد

عملات متعددة تصلح لهذا الغرض.³

¹ موسى سعيد مطر و آخرون، "المالية الدولية"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص: 29

² رمزي زكي، "الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 74-75.

³ صبحي تادرس قريضة & مدحت محمد العقاد، "النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية"، دار النهضة العربية، بيروت، 1983، ص:

على الرغم من المزايا التي تحصل عليها الدولة صاحبة العملة القابلة للتحويل، إلا أنها تعاني من آثار سلبية تعود على اقتصادها الوطني نتيجة عملية المضاربة على قيمة هذه العملة، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض سعر صرفها، فإذا ما حدث انخفاض في سعر صرف العملة نتيجة عملية المضاربة فإن ذلك يؤدي إلى خروج رؤوس الأموال الأجنبية من ذلك البلد، هذا الأمر يكون له أثر سلبي حاد على ميزان مدفوعاتها. كما أن زيادة أرصدة الدول من عملة ارتكازية معينة بحجم لا يتناسب مع قدرة الدولة صاحبة تلك العملة قد يؤدي إلى إضعاف الثقة في تلك العملة.

رغم أن هناك أخطار تتحملها الدول من جراء الاحتفاظ بالعملات الارتكازية كجزء من احتياطياتها خاصة خطر تخفيض سعر صرف تلك العملات، إلا أن العملات الأجنبية تحتل نصيب مهم من إجمالي احتياطيات الصرف الأجنبي، حيث تواصل الدول في زيادة حجم احتياطياتها من العملات الأجنبية كما هو موضح في الجدول (3-2).

حيث نلاحظ من خلال الجدول (3-2) أن الدول تفضل الاحتفاظ بالعملات الأجنبية القابلة للتحويل ضمن احتياطياتها، وهذا التفضيل يعود إلى أن الدول توازن بين أخطار تخفيض سعر صرف تلك العملات وبين خسارة الفائدة التي تدرها العملات الأجنبية القابلة للتحويل.

تشكل احتياطيات العملات الأجنبية 97% من الاحتياطيات الدولية بدون ذهب و87% من إجمالي الاحتياطيات في نهاية سنة 2018، حيث احتفظت الاقتصادات المتقدمة بـ 3291.5 مليار وحدة حقوق سحب خاصة في سنة 2018 وهو ما يمثل زيادة بنسبة 83.65% عن سنة 2009، وتمتلك الاقتصادات الناشئة 4920.8 مليار وحدة حقوق سحب خاصة وهو ما يمثل زيادة بنسبة 44.03% عن سنة 2009.

الجدول(2-3): تطور حجم العملات الأجنبية المكونة لاحتياطي الصرف الأجنبي
(2018-2009)

وحدة: مليار وحدة حقوق سحب خاصة

سنوات	2009	2010	2011	2012	2013
دول العالم	5208.8	6016.2	6647.00	7124.8	7586.5
الاقتصادات المتقدمة	1792.2	2013.9	2244.7	2422.0	2493.8
الاقتصادات الناشئة	3416.5	3984.4	4402.2	4702.7	5092.7
سنوات	2014	2015	2016	2017	2018
دول العالم	7999.6	7877.1	7966.8	8033.5	8212.3
الاقتصاديات المتقدمة	2673.1	2868.8	3076.9	3204.2	3291.5
الاقتصاديات الناشئة	5326.5	5008.3	4889.9	4829.4	4920.8

Source :International Financial statistiques (IFS).

3- وظائف عملة الاحتياطي

إن العملة الدولية تؤدي نفس الوظائف التي تؤديها النقود على المستوى المحلي والمتمثلة في ثلاثة وظائف أساسية: وسيط للتبادل، وحدة للتحاسب، مستودع للقيمة. قام الاقتصادي كروجمان بوضع مصفوفة تبين دور العملات الدولية كما هي موضحة في الجدول(2-4).

الجدول (2-4): وظائف العملات الأجنبية

الدور	الإستعمال الخاص	الإستعمال الرسمي
وسيط للتبادل	تسوية المبادلات التجارية والمالية	التدخل في أسواق الصرف
مستودع للقيمة	التوظيفات والتمويل	تراكم الاحتياطات
وحدة للتحاسب	تثبيت السعر - الفوترة	عملة ربط (نقد مرجعي)

Source : Krugman, "Currency Caises", Combrige UK,1997, p :128.

حسب كروجمان فإن العملات الدولية يستخدمها كل من القطاع الخاص والقطاع العام، حيث يستخدمها القطاع الخاص كوسيط للتبادل في عملية التبادل المباشر للعملات أو من أجل تسوية المعاملات التجارية وصفقات رأس المال الدولية، وتستخدمها القوى الرسمية للتدخل في أسواق الصرف وتمويل ميزان

المدفوعات. كما تستخدم كمستودع للقيمة فتستعملها القوى الخاصة عند اختيار أصولها المالية، وبالمثل يمكن للقوى الرسمية حيازتها كعملة دولية من أجل تشكيل أصولها الاحتياطية الدولية. تستخدم كذلك كوحدة حسابية في تسديد فواتير تجارة السلع وفي تحديد قيمة الصفقات المالية للقطاع الخاص، ويستعملها القطاع العام لتحديد تعادل سعر الصرف. مع ذلك نجد أن وظيفة العملة الدولية كوسيط للتبادل ووحدة للحساب تكون مهيمنة على وظيفتها كمخزن للقيمة.

ثانيا: هيكل احتياطي الصرف الأجنبي من العملات الأجنبية

هناك العديد من العملات التي لها صفة العملات القابلة للتحويل، لذا يجب على الدول أن تحدد المزيج الأمثل من هذه العملات، بالاحتفاظ بالعملات التي تكون أكثر تداولاً وقبولاً وتتيح في نفس الوقت فرصة واسعة للاستثمار في الصكوك المالية في أسواق النقد العالمية، مع ذلك نجد أن هيكل عملات احتياطي الصرف الأجنبي يتسم بسيطرة عملة أو عملتين على باقي العملات الأخرى وهذا ما يوضحه الجدول التالي.

الجدول (2-5): نسب العملات الأجنبية المكونة لاحتياطي الصرف لدول العالم

العملات	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
الدولار	62.69	61.49	61.27	65.17	65.74	65.36	62.72	61.68
الأورو	24.44	24.07	24.21	21.21	19.15	19.14	20.16	20.68
اليوان الصيني	/	/	/	/	/	1.07	1.23	1.89
الين الياباني	3.61	4.09	3.82	3.55	3.75	3.96	4.90	5.20
الجنيه الاسترليني	3.84	4.04	3.99	3.70	4.72	4.34	4.93	4.43
الدولار الأسترالي	/	1.46	1.82	1.60	1.77	1.69	1.80	1.62
الدولار الكندي	/	1.43	1.83	1.75	1.78	1.94	2.03	1.84
الفرنك السويسري	0.08	0.21	0.27	0.24	0.27	0.17	0.18	0.15
باقي العملات	5.33	3.22	2.80	2.79	2.83	2.34	2.44	2.50

SOURCE: Currency composition of official foreign exchange reserves (COFER), international financial statistics (IFS), data extracted from <http://data.imf.org> on 17/09/2019

نلاحظ من الجدول السابق أن احتياطيات الصرف الأجنبي من العملات الأجنبية شهدت تشكيلة متنوعة من العملات غير أن هذه التشكيلة تميزت بسيطرة عملة أو عملتين على باقي العملات، حيث نجد أن الدولار له نصيب أكبر في هذه التشكيلة بنسب متقاربة وصلت أعلى نسبته في عام 2015 إلى 65.74 % لتتخفص بشكل تدريجي إلى غاية 2018 أين وصلت إلى 61.68%. أما باقي العملات فقد شهدت نسب متفاوتة كما يلاحظ دخول اليوان الصيني لتشكيلة احتياطيات الصرف الأجنبي ابتداءً من 2016 بنسبة 1.07% لترتفع هذه النسبة إلى 1.89 % سنة 2018.

المطلب الثالث: حقوق السحب الخاصة وشريحة الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي

أولاً: شريحة الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي

تمثل الشريحة الاحتياطية لدى صندوق النقد الدولي أحد عناصر احتياطي الصرف الأجنبي، ويقصد بها ما يعادل ربع (25%) حصة الدولة في صندوق النقد الدولي، يقوم العضو بسدادها بحقوق السحب الخاصة أو بأي عملة أجنبية قابلة للتحويل، وللبلد العضو الحق الكامل في استخدام هذه الشريحة ومن دون أية شروط طالما أن السحب يتم في حدود هذه الشريحة، وبالتالي فهي تدخل ضمن عناصر السيولة غير المشروطة، وتعتبر هذه الشريحة بالنسبة للصندوق والدول الأعضاء بمثابة أصل احتياطي قد ترغب الدولة في الحفاظ عليه إلى أن يحين الوقت الذي تحتاج فيه لتعبئة أصل احتياطي دون تأخير.

تتوقف حدود السحب على حجم حصة الدولة العضو بالصندوق، كما أن استخدام موارد الصندوق في هذه الحالة يجب أن تستخدم فقط في تسوية عدم التوازن المؤقت في ميزان المدفوعات إذ لا يجوز استخدام موارد الصندوق للسحب منها لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل أو لتمويل حركة رؤوس الأموال، أو لمواجهة الاختلال الأساسي في ميزان المدفوعات أو في دفع ديون البلد.

1- الجدول الاقتصادي حول اعتبار شريحة الاحتياطي كأصل احتياطي

- المعارضون: هناك من الاقتصاديين من يعارض اعتبار الشريحة الاحتياطية ضمن عناصر احتياطي

الصرف الأجنبي، باعتبارها قرصاً نظراً للقيود المفروضة على استخدامها ومنها:¹

➤ لا يجوز استخدامها لمواجهة اختلال أساسي في ميزان المدفوعات وقصور دورها في

معالجتها الاختلال المؤقت.

¹ محمدي طيب محمد، "إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر(الواقع و المتطلبات)"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية، جامعة الشلف، 2007-2008، ص: 58.

➤ يتم السحب بناء على نسبة محددة من حجم حصة العضو (25%) وبما لا يتجاوز ما بحوزة الصندوق من متراكم عملة العضو وعن 200% من قيمة حصته.

➤ تسحب الدولة الشريحة الاحتياطية عن طريق شرائها من صندوق النقد الدولي وبعملاتها الوطنية ويدفع عنها فائدة أو عمولة تتراوح بين 0.5% و 1.5% بالإضافة إلى نسبة أخرى تتوقف على مقدار المبلغ وأجل رده وتتراوح بين 3% و 5% سنويا.

- المؤيدون: رغم هذه المعارضة إلا أن هناك من يؤيد اعتبار الشريحة الاحتياطية ضمن عناصر احتياطي الصرف الأجنبي وحجتهم في ذلك :

➤ أن ما يعتبره المعارضون قيود على استخدام الشريحة الاحتياطية هي عبارة عن ضوابط تحكم عملية إنشاء السيولة وتنظيم السحب منها وليست قيودا.

إن أي عنصر من عناصر احتياطي الصرف الأجنبي ينطوي على تكلفة والشريحة الاحتياطية نسبة الفائدة عليها تتراوح بين 0.5% و 1.5% تعد تكلفة ضئيلة للاحتفاظ بأصل احتياطي لمواجهة الظروف الطارئة، وبالتالي فهذه الضوابط لا تنزع عنها صفة الأصل الاحتياطي.

2- نسبة مساهمة الشريحة الاحتياطية في إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي

يوضح الجدول (2-6) نسبة مساهمة الشريحة الاحتياطية في إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي من 2009 إلى 2018.

الجدول(2-6):نسبة مساهمة الشريحة الاحتياطية في إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي.

النسبة السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
إجمالي بلدان العالم	0.7	0.8	1.4	1.38	1.23	0.98	0.77	0.96	0.82	0.96
الدول الصناعية	1.48	1.82	3.00	2.94	2.7	2.10	1.50	1.61	1.32	1.60
الدول النامية	0.32	0.35	0.54	0.53	0.46	0.39	0.34	0.53	0.47	0.52

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات المالية الدولية (IFS) لصندوق النقد الدولي لسنة 2018.

من خلال الجدول السابق نلاحظ ضآلة مساهمة الشريحة الاحتياطية في إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي، حيث أن نسبتها لم تتجاوز 1.4% من إجمالي الاحتياطيات لدول العالم، وهذا راجع لارتفاع نسبة العملات الأجنبية إلى إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي، وكذلك قد يرجع انخفاض نسبة مساهمة الشريحة

الاحتياطية في أنها تتوقف على حصة البلد العضو، هذه الحصة لا يتم زيادتها إلا كل خمس سنوات وبموافقة أغلبية الدول الأعضاء.

ونظرا إلى أن حجم الشريحة يتوقف على حجم حصة العضو في الصندوق، فإننا نلاحظ أن نسبة الشريحة الاحتياطية للبلدان الصناعية أكبر من نسبتها في الدول النامية.

ثانيا: حقوق السحب الخاصة

إن الهدف الأساسي لصندوق النقد الدولي هو تأمين نظام اقتصادي دولي يقوم على ثبات أسعار الصرف وحرية تحويل العملات، وتوفير السيولة المالية الكافية لكن مع زيادة الدول الأعضاء واتساع حجم ونطاق التجارة العالمية، ظهرت هناك ضرورة لزيادة الموارد المالية للتمويل لمواجهة الاحتياجات المتزايدة للدول الأعضاء، الأمر الذي أدى إلى إجراء تعديلين على اتفاقية إنشاء صندوق النقد الدولي: التعديل الأول الذي كان في سنة 1969 والذي انشأ من خلاله ما يسمى بحقوق السحب الخاصة.

أما التعديل الثاني في سنة 1976 من خلال مؤتمر جاميكا والذي كان من بين قراراته أن تكون وحدات حقوق السحب الخاصة هي الأصول الاحتياطية الأساسية في نظام النقد الدولي.

1- مفهوم حقوق السحب الخاصة:

حقوق السحب الخاصة هي أصل احتياطي دولي استحدثه صندوق النقد الدولي في عام 1969 ليصبح مكملا للأصول الرسمية الخاصة بالبلدان الأعضاء.

كما تعرف وحدة حقوق السحب الخاصة بأنها عبارة عن وحدة حسابية يستخدمها صندوق النقد الدولي لأغراض المحاسبة الداخلية، وتستخدمه بعض الدول كذلك كعملة مرجعية لعملتها الوطنية وتستخدم كأصل احتياطي عالمي.¹

فحقوق السحب الخاصة ليست بالمعنى التقليدي المادي بل نوع من الحساب تارة يكون دائنا وتارة يكون مدينا، ولكل دولة مساهمة في صندوق النقد الدولي حق تلقي مبلغ معين، أو بالأحرى سحب مبلغ معين أو إيداعه في حسابها لدى الصندوق واستيفاء عمولة على ما تسحب منه.²

كانت كل وحدة حقوق سحب خاصة تعادل 0.88 غ ذهب أي تعادل دولار أمريكي واحد، لكن نتيجة للأزمات التي شهدتها الدولار أصبحت وحدة حقوق السحب الخاصة تحسب بالنسبة لسلة من العملات المقيّمة بالدولار، منذ عام 1982 تكونت هذه السلة من خمسة عملات رئيسية وهي : الدولار

¹ مصرف سورية المركزي، "دراسة حول ربط الليرة السورية بوحدة حقوق السحب الخاصة"، 2007، ص:10

² جعفر جزار، "البنوك في العالم أنواعها وكيف تتعامل معها"، دار النفائس، لبنان، 1993، ص: 58.

الأمريكي، الجنيه الإسترليني، المارك الألماني، الفرنك الفرنسي والين الياباني، وحاليا تتألف من: الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، اليورو والين الياباني.

يحدد صندوق النقد الدولي كل خمس سنوات ما هي العملات الخمس التي ستدخل في سلة العملات، وما هو الوزن المطبق لكل عملة (كما هو مبين في الجدول 2-7)، وذلك بناء على حجم التجارة الدولية وحجم الاحتياطيات المحتفظ بها من قبل الدول الأعضاء بهذه العملات بالإضافة إلى حصة هذه العملات من الصفقات المالية والمصرفية الدولية، حيث كانت آخر عملة دخلت إلى مكونات السلة هي اليوان الصيني في أول أكتوبر 2016 وكان قبله في عام 2000 اليورو الأوربي بعد سحب المارك الألماني والفرنك الفرنسي من مكونات السلة العملات.

الجدول(2-7): الوزن النسبي لحقوق السحب الخاصة

العملة	النسبة
الدولار	41.73
اليورو	30.93
اليوان الصيني	10.92
الين الياباني	8.33
جنيه إسترليني	8.09

المصدر: بيان صحفي رقم 16/440 على الموقع: www.imf.org

من الجدول السابق نلاحظ أن الدولار واليورو يمثلان الوزن الأكبر في سلة حقوق السحب الخاصة بنسبة 41.73 و 30.93% وتأتي في المرتبة الثالثة اليوان الصيني الذي أدخل حديثا بنسبة 10.92%، أما الين الياباني والجنيه الإسترليني يأتي في المرتبتين الأخيرتين بنسب متقاربة تقدر بـ 8.33 و 8.09% على التوالي.

2- طبيعة حقوق السحب الخاصة:

عندما نتحدث عن طبيعة حقوق السحب الخاصة فإننا لا نناقش قضية واضحة ومعروفة، وإنما نحاول في الواقع أن نلقي ظلا على حقوق السحب الخاصة لمقارنة مع أجزاء أخرى مستقرة في النظرية الاقتصادية، وبوجه خاص نظرية الأصول المالية.¹

¹ عادل أحمد حشيش & مجدي محمود شهاب، "العلاقات الاقتصادية الدولية"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005، ص: 271.

وباعتبار أن كل من النقود والديون تعتبر من ضمن الأصول المالية، فهل يمكن اعتبار حقوق السحب الخاصة نوع من النقود؟ أم مجرد ديون فقط؟.

باعتبار النقود تقوم بثلاث وظائف أساسية وهي: وسيلة للتبادل، مقياس للقيمة ومخزن لها، فإذا ما قارنا الوظائف التي تؤديها حقوق السحب الخاصة ووظائف النقود، فإننا نجد أن وحدة حقوق السحب الخاصة تقوم بالفعل بدور مقياس القيم في المعاملات الدولية، أما فيما يتعلق بمخزن للقيمة فقد كان الهدف من إنشاء نظام حقوق السحب الخاصة هو خلق سيولة جديدة إضافية للاحتياطي ويهدف التعديل الثاني لاتفاقية صندوق النقد الدولي إلى جعل حقوق السحب الخاصة الأصل الاحتياطي الأساسي في نظام النقد الدولي، وأصبح بذلك ينظر إليها في المعاملات الدولية كأصل احتياطي، وبالتالي فهي تقوم بوظيفة مخزن للقيم.

أما فيما يتعلق بوظيفة وسيط للتبادل فحقوق السحب الخاصة تقوم بهذه الوظيفة بطريقة غير مباشرة، فميكانيزم استخدام حقوق السحب الخاصة يتطلب تحويلها إلى عملة أجنبية قابلة للتحويل، هذه الأخيرة التي تستخدم في تسوية المدفوعات الدولية.

حتى وإن لم تقم حقوق السحب الخاصة بهذه الوظيفة بطريقة مباشرة، وحتى وإن كانت هناك قيود تحول دون القول بأنها قد اكتملت لها خصائص النقود إلا أن حقوق السحب الخاصة أقرب إلى النقود منها إلى الديون العادية.

كذلك في طبيعة حقوق السحب الخاصة كأصول مالية قد يتم تداولها نظير مقابل، فتكون نوعا من القروض، أو تعطي منحة فتكون نوعا من الأصول المملوكة.

أثارت هذه المسألة عدیدا من المناقشات قبل إنشاء حقوق السحب الخاصة، كما ظلت غير واضحة بعد ظهور هذا النظام، ونعتقد أن هذا النظام يتضمن خليطا من فكرة القروض و المنحة، فهناك مجموعة من النصوص التي تفرض على المشترك أن يعمل على إعادة وضعه بالنسبة لما تم من تخصيص حقوق السحب له، ومن ثم سداد ما استخدمه منها في تسوية مدفوعاته ومن هذه الزاوية نجد تشابها مع فكرة القرض. لكن هناك من ناحية أخرى أسلوب التخصيص لجميع الدول المشتركة بزيادة أصولها السائلة في الوقت نفسه، ومع انخفاض سعر الفائدة على ما جاوز حصتها فإن فكرة المنحة تكون ظاهرة.¹

وفي طبيعة حقوق السحب الخاصة فإنه لا يحق استعماله إلا في حالة حدوث عجز في ميزان المدفوعات فهو في حقيقته قرض، أو بتعبير أدق هو عبارة عن فتح اعتماد للبلد الساحب لدى صندوق النقد

¹ عادل أحمد حشيش & مجدي محمود شهاب، "العلاقات الاقتصادية الدولية"، نفس المرجع سابق، ص: 275.

الدولي، وهو في طبيعته لا يختلف عن طبيعة الاعتمادات التي تفتتحها المصارف التجارية لزبائنها عن الشركات التجارية.

3- نسبة مساهمة حقوق السحب الخاصة في إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي

إن نسبة مساهمة حقوق السحب الخاصة في إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي تختلف من الدول الصناعية إلى الدول النامية، حيث نلاحظ من خلال الجدول (2-8) ضآلة نسبة مساهمة حقوق السحب الخاصة في إجمالي احتياطيات الصرف الأجنبي، حيث أن نسبتها في انخفاض متواصل منذ سنة 2009 أين كانت نسبتها 3.72 % إلى غاية 2012 حيث كانت نسبتها 2.74 % وهذا بالنسبة لإجمالي دول العالم. أما إذا ما قارنا نسبتها بين البلدان الصناعية والنامية، فإن نسبتها في الدول النامية منخفضة مقارنة بالدول الصناعية وهذا راجع إلى حصتها المتواضعة في الصندوق.

الجدول (2-8): نسبة مساهمة حقوق السحب الخاصة في إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي

سنوات	2009	2010	2011	2012	2013
الدول					
إجمالي بلدان العالم	3.74	3.25	2.93	2.74	2.58
البلدان الصناعية	6.56	5.83	5.23	4.88	4.75
البلدان النامية	2.16	1.85	1.67	1.57	1.45
سنوات	2014	2015	2016	2017	2018
إجمالي بلدان العالم	2.46	2.50	2.48	2.46	2.40
البلدان الصناعية	4.47	4.20	3.95	3.81	3.70
البلدان النامية	1.39	1.48	1.51	1.53	1.51

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات المالية الإحصائية لصندوق النقد الدولي لسنة 2018.

من خلال الجدول نلاحظ ضآلة نسبة مساهمة حقوق السحب الخاصة في إجمالي احتياطيات الصرف الأجنبي، حيث أن نسبتها في انخفاض متواصل منذ سنة 2009 أين كانت نسبتها 3.74% إلى غاية 2018 حيث كانت نسبتها 2.40% وهذا بالنسبة لإجمالي دول العالم. أما إذا ما قارنا نسبتها بين البلدان الصناعية والنامية، فإن نسبتها في الدول النامية منخفضة مقارنة بالدول الصناعية وهذا راجع إلى حصتها المتواضعة في الصندوق.

وقد وجهت لحقوق السحب الخاصة عدة انتقادات كأصل احتياطي أهمها:¹

¹ محمدي طيب المحمد، مرجع سبق ذكره ص: 69-70.

- توزيع الحصص على الدول الأعضاء بنفس النسب المئوية لمساهمتهم في رأس مال الصندوق (الحصص)، وهذا يعني استثمار الدول الصناعية الغنية بنصيب الأسد من الإصدارات الجديدة لحقوق السحب الخاصة.
- إن القرارات التي تتخذ لإصدار حقوق سحب خاصة جديدة تستوجب الحصول على النسبة 85% من الأصوات في المجلس التنفيذي، ولا تحصل هذه النسبة إلا بموافقة الدول الصناعية مجتمعة، وبما أن أمريكا لديها أكثر من 20% من القوة التصويتية في المجلس التنفيذي فبمقدورها الاعتراض على إصدار حقوق سحب خاصة جديدة إذا كان الأمر ليس من مصلحتها.
- إن زيادة حقوق السحب الخاصة يؤدي إلى حدوث زيادات في معدلات التضخم العالمية وذلك لزيادة الطلب على صادرات الدول الصناعية.

المبحث الثالث: نظريات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي ومؤشرات كفايته

مسألة الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي نوقشت بكثرة في الأدب الاقتصادي، لكن حتى الآن لا يوجد توافق في الآراء بشأن هذا الموضوع، إلا أن أغلب الدراسات تجمع محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في فئتين رئيسيتين: العوامل التجارية وراء حيازة الاحتياطيات والعوامل الاحترازية (الوقائية) وراء حيازة الاحتياطيات.

المطلب الأول: النظرية التجارية في الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي

ترى هذه النظرية أن العامل وراء حيازة احتياطيات الصرف الأجنبي هو الدفاع عن تنافسية الصادرات¹. وقد قُدم هذا التفسير من طرف كل من Dooley, Folkerts-Laudau and gerber في سنة 2003، حيث يفسر هذا الرأي حيازة احتياطي الصرف الأجنبي كمنتج ثانوي لتشجيع الصادرات، التي تعتبر ضرورية لخلق فرص عمل واستغلال اليد العاملة المتوفرة خاصة في القطاع الفلاحي، وفي إطار هذه الإستراتيجية فإن تراكم احتياطي الصرف الأجنبي يسمح بتسهيل نمو الصادرات². وذلك بالمحافظة على قيمة العملة بأقل من قيمتها الحقيقية أي اللجوء إلى تخفيض قيمة العملة المحلية من أجل تشجيع الصادرات التي تعتبر المصدر الرئيسي للعملة الأجنبية.

¹ Delatte-Anne laure and folquan Julien, "The Determinants of International Reserves in Emerging Countries : a non linear approach", MPRA paper n°16311, 2009, p :02.

² Joshua Aizenman and Jaewoo lee, "International Reserves : Precautionary Versus Mercantilist Views, Theory and Evidence", Open Economic Review, 2006, p :02.

أولاً: مفهوم تخفيض العملة

أصبح تخفيض قيمة العملة من أهم سمات الدول النامية والدول السائرة في طريق النمو، ويقصد بتخفيض قيمة العملة هو أن تقرر الدولة تخفيض قيمة عملتها مقابل العملات الأجنبية، بحيث تصبح تساوي أقل من ذي قبل من هذه العملات، ومعنى هذا أن التخفيض هو إجراء يخفض القوة الشرائية لهذه العملة في الخارج.¹ وغالبا ما تلجأ الدول لهذا النوع من السياسة لتحسين وضعية الحساب الجاري لميزان المدفوعات وبالتحديد تشجيع الصادرات.

إن تخفيض قيمة العملة المحلية يجعلها رخيصة أمام العملات الأخرى الأمر الذي يجعل السلع المحلية رخيصة بالمقارنة مع السلع الأجنبية الأخرى، مما يؤدي إلى تشجيع الأجانب على شراء السلع الوطنية التي أصبحت رخيصة الثمن بسبب انخفاض قيمة العملة فترتفع صادرات البلد وتنخفض استيراداته من السلع الأجنبية.² غير أن تخفيض قيمة العملة المحلية لا يمكنه زيادة الصادرات إلا بتحقيق مجموعة من الشروط.

ثانياً: شروط تخفيض قيمة العملة:

إن نجاح سياسة تخفيض قيمة العملة لتشجيع الصادرات يتوقف على مجموعة من الشروط منها:

- تحقق شرط مارشال - ليرنر الذي يعني أن مرونة كل من الصادرات والواردات أكبر من الواحد

$$e_x + e_m > 1 \quad \text{صحيح أي أن:}$$

حيث: e_x : مرونة الصادرات بالنسبة لسعر الصرف.

e_m : مرونة الواردات بالنسبة لسعر الصرف.

هذا الشرط هو الذي يحدد الكيفية التي يتحسن بها الميزان التجاري على إثر انتهاج سياسة معينة لسعر الصرف حسب حالات العجز أو الفائض.³

- اتسام الطلب العالمي على منتجات الدولة بقدر كافي من المرونة، بحيث أن تخفيض قيمة العملة

يؤدي إلى زيادة الطلب العالمي على منتجات الدولة.

- تمتع الجهاز الإنتاجي للدولة بقدر كافي من المرونة بحيث أنه يستجيب للطلب العالمي الناتج

عن زيادة الصادرات.

¹ عادل أحمد حشيش، مجدي محمود شهاب: "أساسيات الاقتصاد الدولي"، منشورات الخليلي الحقوقية، 2002، ص: 192.

² صبحي حسون الساعدي، أياذ حماد، "أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في

بلدان مختارة"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، المجلد 04، العدد 07، 2011، ص: 91

³ محمد راتول، "الاقتصاد الدولي"، مطبوعة جامعية، الجزائر، 2006، ص: 101.

- استقرار الأسعار المحلية وعدم ارتفاعها بعد التخفيض كي لا تؤدي إلى ارتفاع أسعار تكلفة المنتجات المحلية.
 - عدم قيام الدول المنافسة بنفس إجراء تخفيض العملة.
 - استجابة السلع المصدرة للمواصفات، الجودة والمعايير الصحية والأمنية الضرورية للتصدير.¹
- وقد استُخْدِثَتْ كثير من الدول (خاصة دول جنوب شرق آسيا) سياسة تقوم بوضع استراتيجية لتنمية الصادرات لتكون دافعا للنمو الاقتصادي، حيث يتم ذلك عن طريق تشجيع وإقامة صناعات تصديرية تتمتع فيها هذه الدول بالمزايا النسبية الدولية واختراق السوق الدولية، فتزداد الصادرات ويزداد الفائض في ميزان المدفوعات ويستخدم هذا الفائض داخليا من أجل التنمية الاقتصادية.
- إن سياسة تشجيع الصادرات لتحقيق التنمية هي سياسة ناجحة حققت معدلات مرتفعة للنمو في بلاد جنوب شرق آسيا تتفوق بكثير على ما تم تحقيقه في أمريكا اللاتينية أو في الشرق الأوسط بالرغم من تمتع بعض هذه البلدان الأخيرة بمواد ريعية (كالبترول) كما ترتب عليها أيضا معدلات نمو مرتفعة.²
- وبالتالي فإنه وفقا لهذه النظرية فإن حيازة الاحتياطيات تكون من أجل الدفاع عن القدرة التنافسية للصادرات التي تعتبر كجزء من استراتيجية التنمية، ومن ثم فالطلب على الاحتياطيات يرتفع مع زيادة نمو الصادرات. أي أن حيازة الاحتياطيات تعتبر كنتيجة مباشرة لاستراتيجية نمو الصادرات.³

المطلب الثاني: نظرية التأمين الذاتي (الطلب التحوطي)

تعود نظرية التأمين الذاتي إلى هيلر سنة 1966⁴، حسب هذه النظرية فإنه ينظر إلى احتياطي الصرف الأجنبي باعتباره التكيف الوقائي الذي يعكس الرغبة في التأمين الذاتي ضد الصدمات الخارجية، هذه الأخيرة التي تؤدي إلى أزمات مالية واقتصادية وهناك أحداث كبيرة تؤدي إلى الصدمات الخارجية كتغير عوائد الصادرات خاصة في البلد الذي يعتمد على سلعة واحدة أو عدد محدود من السلع. وقد استمرت الاقتصاديات النامية والمارة بمرحلة التحول في عملية تراكم الاحتياطيات الدولية والذي يعكس القلق المتزايد حيال حالة عدم اليقين السائدة على المستوى الدولي والحاجة إلى نوع من التأمين ضد الصدمات الخارجية.⁵

¹ عبد المجيد قدي، "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص: 134.

² عادل أحمد حشيش، "العلاقات الاقتصادية الدولية"، دار الجامعة الجديدة، 2000، الإسكندرية، ص: 232.

³ Petar Wjanovic, "Understanding the Recent Surge in the Accumulation of International Reserves", OECD, Economics Département, Working Paper n°866, 2011, p : 05

⁴ Jaewoo Lee, "Insurance Value of International Reserves ; an option pricing approach", IMF working paper, wp 04/175, 2004, p ;03

⁵ الملخص التنفيذي " التوقعات بشأن نمو الاقتصاد الدولي و التنمية المستدامة"، 2013، ص: 06

أولاً: احتياطيات الصرف كتأمين ضد صدمات الصادرات

تعتبر الصادرات أهم متغير في ميزان المدفوعات وأكثر متغير تعرضاً للتقلبات الدورية والفجائية التي تؤثر على وضع ميزان المدفوعات، حيث أنه كلما كانت الصادرات أكثر عرضة للتقلبات فإن احتمالات العجز في ميزان المدفوعات تكون كبيرة، وهذا الأمر يتطلب تكوين حجم كافي من احتياطي الصرف الأجنبي لمواجهة هذا العجز.

تعتبر الدول النامية أكثر الدول عرضة لصدمات الصادرات والتي تعود بالدرجة الأولى إلى التركيز السلعي للصادرات وانخفاض حصيلة الصادرات، حيث أن خطورة التقلب في حصيلة الصادرات للدول النامية لا تقتصر فقط على ما تزاوله من تأثير على حجم الاحتياطيات المناسبة المطلوبة، وإنما يمتد الأمر ليشمل تأثير هذا التقلب على المتغيرات الاقتصادية الهامة مثل : مستوى الدخل القومي ومستوى التوظيف والاستهلاك والادخار والاستثمار وعلى حصيلة الضرائب، ناهيك عن تأثير ذلك على طاقة الدولة على الاستيراد.¹ كلما اعتمدت الدولة في صادراتها على سلعة واحدة أو سلعتين فإن حصيلة صادراتها تكون أكثر عرضة للتقلبات الدورية مقارنة بدولة أخرى تعتمد على التنوع في صادراتها.

بالنظر إلى هيكل النشاط الاقتصادي في معظم الدول النامية، نجد أنه يسيطر عليه إنتاج المواد الأولية (الزراعية والتعدينية) وتشكل نسبة كبيرة من الدخل الوطني، وهذا التخصص يرجع بالدرجة الأولى إلى عدم تمتع الدول النامية باقتصاد متكامل، حيث تخصص في إنتاج المواد الأولية وتصدرها كما هي إلى الدول المتقدمة وبهذا فإن هيكل الصادرات لهذه الدول لا يتصف بالتنوع.

حيث شكلت نسبة تصدير المواد الأولية (الزراعية والمواد الاستخراجية) نحو 60% من إجمالي الصادرات، ففي السعودية والكويت والعراق والجزائر يمثل البترول ما بين 90 % و 98 % والبن في كولومبيا 77% والسكر في كوبا 77 % والقطن في مصر 25 % والموز في باناما 27 % من مجموع الصادرات.² وبهذا نجد صادرات الدول النامية الأمر الذي يجعل هذه الدول رهينة تقلبات أسعار هذه السلعة ففي حالة ارتفاع أسعار النفط تشهد هذه الدول حالة رواج اقتصادي وتجاري كبير، وتستطيع تكوين حجم كبير من احتياطيات الصرف الأجنبي، أما في حالة انخفاض أسعار النفط فإنها تواجه مشكلة انخفاض إيراداتها من النقد الأجنبي فتضطر إلى السحب من احتياطياتها لمواجهة الآثار الناجمة عن انخفاض أسعارها.

¹ رمزي زكي، "الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 131.

² سامية سرحان، "أثر السياسات البيئية على القدرات التنافسية لصادرات الدول النامية-دراسة للآثار المتوقعة على تنافسية الصادرات الجزائرية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي والتنمية المستدامة، جامعة سطيف، 2010-2011، ص: 50.

لهذا السبب عانت الدول النامية من صعوبات شديدة في مدفوعاتها الخارجية، حيث تزايد العجز فيها وضعفت قدرتها الذاتية على الاستيراد هذا في الوقت الذي لم تكن لديها احتياطيات صرف كافية فاضطرت للاستدانة وطلب المعونات الخارجية، وقد تعرضت في ذلك لضغوط خارجية مختلفة ومشكلات داخلية صعبة مثل: ارتفاع الأسعار وتعطيل برامج التنمية وانتشار البطالة وضغوط الدائنين وصندوق النقد الدولي إلى آخره.¹

إن عدم استقرار حصيلة صادرات الدول النامية يجعلها عرضة لأخطار عدم التوازن الخارجي، وبالتالي فإن حاجتها لتكوين الاحتياطيات تكون كبيرة مقارنة بالدول المتقدمة، وهناك فرق بين الحاجة والطلب فالحاجة هي مجرد الشعور بالرغبة في امتلاك الشيء، أما الطلب فهو الحاجة المدعومة بالقوة الشرائية ففي حالة عدم توفر القدرة المالية رغم أن هناك حاجة قوية فهذا ليس له معنى من الناحية الواقعية، وهي حالة عدد كبير من الدول النامية التي تكون حاجتها لتكوين احتياطي الصرف الأجنبي كبيرة ولكنها لا تمتلك القدرة المالية على ذلك، لذا تلجأ في حالة عجز ميزان المدفوعات إلى الضغط على الواردات أو الاقتراض الخارجي.

ثانياً: التحوط ضد عدم استقرار الواردات

تعتبر الواردات من أهم العوامل التي تحكم الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي خاصة في الدول النامية، حيث تعتبر الاحتياطيات المصدر الرئيسي لتأمين وارداتها بسبب الصعوبات التي تواجه هذه الدول في الحصول على السيولة من مصادر أخرى، وبما أن الطلب على الواردات يكون من داخل الوطن فإن مستواها يتأثر بمستوى الدخل، وبذلك تتغير الواردات تبعاً لتغير الدخل ويعبر عن هذه العلاقة كالتالي:

$$M = f(y)$$

يعتبر الميل المتوسط للواردات من أهم المصطلحات المستعملة في تحليل الواردات، والذي يمثل نسبة الواردات إلى الدخل $\frac{M}{Y}$ حيث أن ارتفاع الميل المتوسط للواردات في البلاد النامية تعتبر علامة مميزة من علامات التبعية الاقتصادية للخارج، ويلعب دور مهم في تحديد طلب الدول النامية على احتياطيات الصرف الأجنبي.

فإذا ارتفع الميل المتوسط للاستيراد مع زيادة في أسعار الواردات بنسبة معينة، فإن ذلك يسبب عجز في ميزان المدفوعات إذا لم يكن هناك زيادة في الصادرات، وهذا ما يتطلب توفر حجم كافي من احتياطيات

¹ رمزي زكي، "الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 162.

الصرف الأجنبي حتى لا يلجأ البلد إلى اتخاذ إجراءات بديلة غير ملائمة للظروف الاقتصادية والاجتماعية المحلية.

غير أن البلد الذي يستطيع ممارسة الضغط على وارداته يمكنه معالجة العجز في ميزان المدفوعات، وبالتالي يكون طلبه على احتياطات الصرف الأجنبي أقل من البلد غير القادر على ممارسة الضغط على وارداته، إلا أن مسألة الضغط على الواردات تتوقف على طبيعة التكوين الهيكلي للواردات، حيث تصنف إلى:¹

- **الواردات الضرورية:** وهي تشمل السلع الغذائية والاستهلاكية الهامة (كالقمح، والأدوية...) التي لا ينتجها الاقتصاد الوطني أو ينتجها بكميات تقل عن حجم الطلب الاستهلاكي الداخلي، ويضاف إليها الخدمات التي تحصل عليها الدولة من السوق العالمي ولا يتوقع أن تستغني عنها في المستقبل مثل خدمات النقل، التأمين...إلخ.
- **الواردات الإنمائية:** وهي تضم طائفة من السلع والخدمات التي تحتاج إليها الدولة لتنفيذ خطط الإنتاج والاستثمار مثل قطع الغيار والوقود والمواد الخام التي تلزم لدوران دولاب الإنتاج المحلي، فضلا عن الماكينات والآلات والتجهيزات التي تلزم لتنفيذ برامج الاستثمار.
- **الواردات القابلة للضغط:** تتألف من السلع والخدمات التي يحصل عليها الاقتصاد الوطني من الخارج ويمكن أن تصنف على أنها كمالية أو شبه كمالية.

وبالتالي فالتركيبية الهيكلية للواردات تؤثر في طلب الدول النامية على احتياطي الصرف الأجنبي، فإذا كانت نسبة الواردات الضرورية من إجمالي الواردات كبيرة وحدثت زيادة في أسعار الواردات فإن ذلك قد يؤدي حدوث عجز في ميزان المدفوعات، لذا يتطلب هذا الأمر توفر قدر كافي من احتياطي الصرف الأجنبي لمواجهة هذا العجز. والعكس في حالة الدول التي تكون فيها نسبة الواردات الضرورية إلى إجمالي الواردات ضعيفة وتكون على استعداد للضغط على وارداتها، فإنها في هذه الحالة بحاجة إلى حجم صغير من احتياطات الصرف الأجنبي.

¹ رمزي زكي، "الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 155

ثالثا: التأمين ضد تقلبات حساب رأس المال

يضم حساب رأس المال لميزان المدفوعات كل من العناصر التالية:¹
تغيرات أصول البلد في الخارج، وتغيرات الأصول الأجنبية في البلد (ماعدات احتياطيات الصرف الأجنبي)، الاستثمارات المباشرة، المشتريات والمبيعات من الأوراق المالية، التغيرات في أصول وخصوم البلد المصرفية وغير المصرفية اتجاه الأجنبي.

إن تحرير حساب رأس المال يجعله أكثر عرضة للصدمات الخارجية التي تؤدي إلى الأزمات المالية. حيث يشير تحرير حساب رأس المال بمعناه الواسع إلى تخفيف القيود على رأس المال عبر الحدود.² وله أثر واضح على تراكم احتياطيات الصرف الأجنبي خاصة في اقتصاديات الناشئة من ناحية أن زيادة تدفقات رؤوس الأموال تؤدي إلى زيادة تراكم احتياطيات الصرف الأجنبي، ومن ناحية أخرى فإن الطبيعة قصيرة الأجل لهذه التدفقات وتقلبها تجعل أسواق أسعار الصرف غير مستقرة، الأمر الذي يجعل هذه الدول أكثر عرضة للأزمات المالية، وبالتالي تقوم الدولة بزيادة حجم احتياطياتها لمواجهة هذه الأزمات.

إن التدفقات الرأسمالية الكبيرة تعتبر متغير اقتصادي كلي يلعب دورا في المراحل المبكرة لحدوث الأزمة، وهذا ما حدث في دول جنوب شرق آسيا حيث في سنة 1996 كان مجموع ما وصل من تدفقات رأس المال الخاص إلى خمس من الاقتصاديات الآسيوية (جنوب كوريا، أندونيسيا، ماليزيا، تايلاندا، الفلبين) يبلغ 93 بليون دولار، في 1997 وصل مجموع التدفقات إلى الخارج 12.1 بليون دولار، لقد بلغ التغيير في الاتجاه العكسي ما قيمته 105 بليون دولار في ظرف سنة واحدة، أو ما يعادل 10% من إجمالي الناتج المحلي لهذه الاقتصاديات، في سنة 1998 كانت ثلاث من هذه البلدان (اندونيسيا، تايلاندا، كوريا) غارقة في أزمة اقتصادية خانقة لم يتوقع أحد حجمها أو أبعادها، لقد كان تراكم الالتزامات المالية قصيرة الأجل في هذه البلاد الثلاث (نسبة إلى الاحتياطي النقدي والصادرات) أكثر من غيرها بكثير.³

لقد مارست دول جنوب شرق آسيا في التسعينات من القرن الماضي سياسة إدارة احتياطي الصرف الأجنبي بهدف التأمين الذاتي لمواجهة الصدمات الخارجية والتي نجمت عنها تكديس سريع للاحتياطيات، كرد فعل على الضعف المرتبط بحالات تراجع التدفقات الرأسمالية على نحو مفاجئ، وقد ارتفعت نسبة احتياطيات

¹ بلعوز بن علي & محمد طيب محمد، "دليلك في الاقتصاد من خلال 300 سؤال و جواب"، دار الخلدونية، الجزائر، ص: 127.

² محمد عبد العزيز عجمية & عبد الرحمان يسري، "التنمية الاقتصادية والاجتماعية ومشكلاتها"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص: 311.

³ محمد الفينش، "البلاد النامية والأزمات المالية العالمية: حول استراتيجيات منع الأزمات وإدارتها"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب

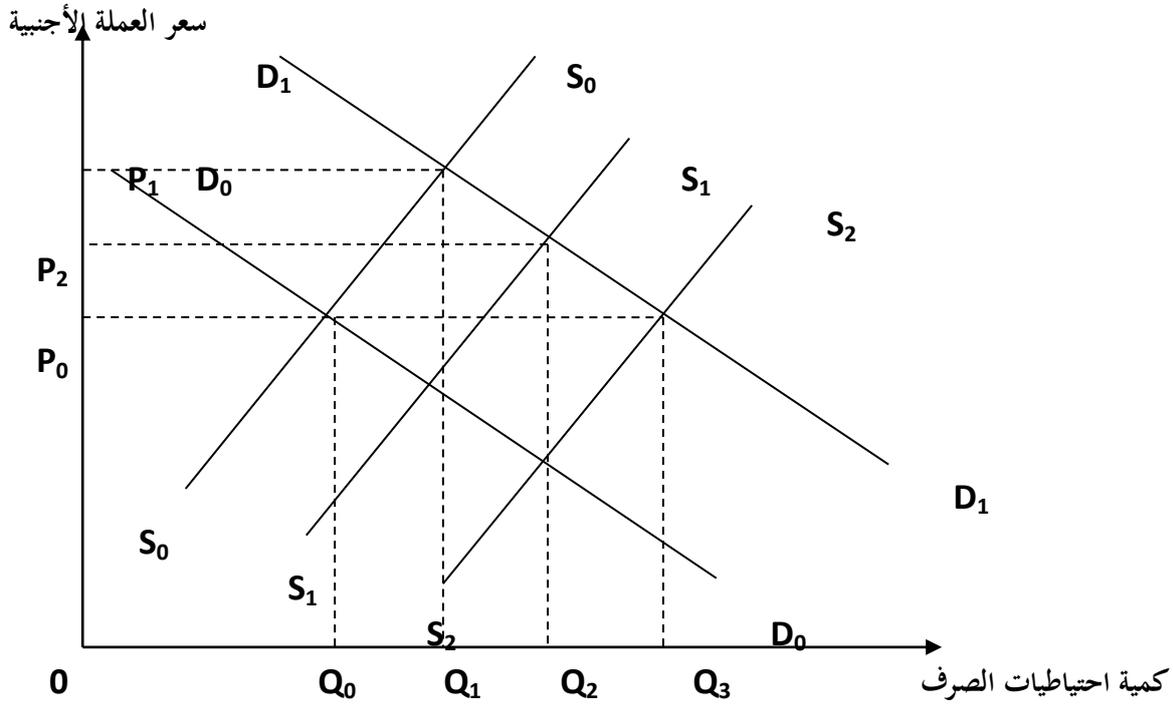
الصرف الأجنبي لدى البلدان النامية في المتوسط مالا يقل عن 30% من الناتج المحلي الإجمالي بما فيها البلدان أقل نمواً، التي رفعت من احتياطياتها لخفض إمكانية تعرضها للديون ومواجهة هجمات المضاربة.

رابعاً: علاقة احتياطي الصرف الأجنبي بسعر الصرف

يعتبر سعر الصرف من العوامل المحددة للطلب على احتياطيات الصرف الأجنبي، ففي ظل نظام بريتن وودز حيث كانت أسعار الصرف الثابتة كانت الدولة بحاجة إلى تكوين حجم كافي من الاحتياطيات للتدخل في سوق الصرف الأجنبي من أجل بيع وشراء العملة الأجنبية للحفاظ على قيمتها عند مستوى معين، وكلما كانت احتياطيات الصرف الأجنبي فوق المستوى العادي فإن احتمالات المحافظة على ثبات سعر الصرف تكون كبيرة، ومن المتوقع أن طلب هذه الدول على الاحتياطيات كبير مقارنة بالدول التي تتبع نظام سعر الصرف المرن، غير أنه اتضح أن الدول التي اتبعت نظام سعر الصرف المرن بقي طلبها على احتياطيات الصرف كبير، نظراً لمتطلبات التنمية الاقتصادية المتزايدة واحتمالات العجز القائمة على مستوى ميزان مدفوعاتها.

إن الدول شديدة الاهتمام بتكوين قدر ملائم من احتياطيات الصرف الأجنبي من أجل الدفاع عن مستوى سعر صرف العملة المحلية والمحافظة على استقرارها، وحتى يمكن لنا توضيح العلاقة بين مستوى احتياطي الصرف الأجنبي والقدرة على المحافظة على سعر الصرف نستعين بالشكل التالي.

الشكل (2-3): العلاقة بين احتياطيات الصرف الأجنبي وسعر الصرف الأجنبي



المصدر: رمزي زكي، الاحتياطيات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية، مرجع سبق ذكره، ص: 118.

يعبر الشكل (2-2) عن سوق الصرف الأجنبي للدولة (x) ونفترض أن العالم الخارجي يتكون من دولة واحدة هي (y)، كما أننا نستبعد من هذه السوق حركات رؤوس الأموال الخاصة في الأجل القصير والطويل وأعمال المضاربة على الصرف الأجنبي.

يمثل المحور الأفقي كمية احتياطيات الصرف الأجنبية التي تملكها الدولة.

يمثل المحور العمودي سعر الصرف الأجنبي أي عدد الوحدات من العملة المحلية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية (مثلاً: 1 أورو = 100 دج).

المنحنى (D₀D₀): يمثل منحنى الطلب على النقد الأجنبي وهو طلب المقيمين في الدولة (x) على السلع والخدمات التي تنتجها العالم الخارجي (الدولة y)، حيث أنه كلما كان سعر عملة الدولة (y) مرتفعاً بالنسبة للمقيمين في الدولة (x) فإن ذلك يدل على أن أسعار السلع والخدمات التي تنتجها الدولة (y) تكون مرتفعة بالنسبة للمقيمين في الدولة (x) ولهذا سوف يقل طلبهم على عملة هذه الدولة، ولهذا فإن منحنى الطلب D₀D₀ يتخذ الشكل الانحداري السالب من الأعلى إلى الأسفل.

المنحنى (S_0S_0) يعبر عن منحنى عرض الصرف الأجنبي في الدولة (X) وهو مشتق من طلب الدولة (Y) على السلع والخدمات التي تنتجها الدولة (X)، حيث أنه كلما كان سعر العملة الأجنبية بالنسبة للدولة (X) مرتفعا، فإن ذلك يعني أن العملة المحلية للدولة (X) منخفضة وبالتالي فإن أسعار السلع والخدمات المنتجة بها تكون منخفضة بالنسبة للمقيمين في الدولة (Y)، وهذا يؤدي إلى زيادة طلب المقيمين في الدولة (Y) على السلع والخدمات المنتجة في الدولة (X) أي يقومون بزيادة عرض العملة الأجنبية للحصول على العملة المحلية ولهذا يكون منحنى العرض (S_0S_0) ذو ميل موجب من الأسفل إلى الأعلى.

إن التوازن في سوق الصرف الأجنبي يتحقق عندما يتلاقى منحنى الطلب (D_0D_0) مع منحنى العرض (S_0S_0) فيتحدد السعر التوازني للصرف عند المستوى (P_0) وتكون الكمية التوازنية عند هذا السعر هي (OQ_0) وهو السعر الذي ترغب السلطات النقدية في المحافظة عليه.

نفترض أنه حدث اضطراب في سوق الصرف الأجنبي نتيجة زيادة مفاجئة في الطلب على النقد الأجنبي أدت إلى انتقال منحنى الطلب من (D_0D_0) إلى (D_1D_1) بينما يبقى منحنى العرض (S_0S_0) ثابت. إن حدوث التوازن في هذا السوق سوف يؤدي إلى تغيير سعر الصرف التوازني فيرتفع إلى المستوى (OP_1) وتصبح الكمية التوازنية هي (OQ_1)، وبما أن الدولة ترغب في المحافظة على سعر الصرف عند المستوى الأول (OP_0) فعليها أن تتدخل في سوق الصرف الأجنبي وتقوم بعرض العملة الأجنبية لكي تواجه الزيادة التي حدثت في الطلب، وهذا يتطلب أن يكون لديها كمية كافية وملائمة من الاحتياطيات من هذه العملة.

ومن الشكل السابق يتضح أنها يجب أن تعرض في السوق كمية تعادل (OQ_3) حتى تصل إلى هدف المحافظة على سعر الصرف عند (OP_0).

غير أن انتقال منحنى الطلب على الصرف الأجنبي إلى الوضع (D_1D_1) مع ثبات منحنى العرض سوف ينجر عنه مجموعة من التغيرات الداخلية في الأسعار النسبية للسلع والخدمات وعوائد عوامل الإنتاج في الدولة (X) هذه التغيرات ستؤدي إلى تصحيح تلقائي للاختلال الذي حدث في سوق الصرف الأجنبي. يمكننا أن نوضح العودة إلى التوازن تلقائيا من خلال ما يلي:

نفترض أن الزيادة الفجائية في الطلب على الصرف الأجنبي في الدولة (X) كانت ناتجة عن إقبال المقيمين في الدولة (X) على السلع المستوردة، ونظرا للارتفاع الذي حدث في سعر الصرف الأجنبي فإن أسعار السلع المستوردة سوف ترتفع مقارنة بالأسعار المحلية، وبالتالي سوف يقل طلب المقيمين في الدولة (X) على

السلع المستوردة ويتحول طلبهم إلى السلع المحلية مسببا ذلك انكماش في الطلب على الصرف الأجنبي ويستعيد سوق الصرف توازنه من جديد.

غير أن الوصول بسعر الصرف إلى وضعه التوازني عن طريق التغيرات السعرية السابقة يتوقف على مرونة الطلب المحلي على السلع المستوردة من ناحية وعلى مرونة عرض الإنتاج المحلي البديل للاستجابة للزيادة التي تحدث في الطلب المحلي.

وإذا بقي سعر الصرف عند مستواه الجديد (OP_1) يمكن أن تصبح السلع المحلية للدولة من الصناعات التصديرية، لأن بقاء سعر الصرف عند المستوى (OP_1) يعني أن قيمة العملة المحلية للدولة (X) أرخص مقارنة بالعملة الأجنبية، أي أن أسعار السلع المحلية المنتجة في الدولة (X) منخفضة مقارنة بالأسعار السائدة في الدولة (Y)، وإذا افترضنا أن الطلب الخارجي على السلع المحلية للدولة (X) مرن، فإن منحنى عرض الصرف الأجنبي ينتقل إلى الأسفل نحو اليمين إلى الوضع (S_1S_1)، وبالتالي ترى أن سوق الصرف يتجه نحو التوازن حيث ينخفض السعر التوازني إلى (OP_2) والكمية التوازنية (OQ_2) مع افتراض أن منحنى الطلب على الصرف الأجنبي سوف يبقى عند الوضع (D_1D_1).

رغم ذلك نجد أن السعر التوازني الجديد ليس هو السعر الذي ترغب الدولة في تحقيقه والذي يجب أن يسود، ولكي تصل الدولة إلى السعر التوازني (OP_0) فإنها مضطرة للتدخل في سوق الصرف الأجنبي لكي تعرض الصرف الأجنبي على النحو الذي يجعل السعر السائد عند المستوى (OP_0) ومن الشكل السابق نجد أن هذه الكمية يجب أن لا تقل عن (Q_2Q_3) وهذه الكمية تمثل الاحتياطات اللازمة التي يجب أن تكون في حوزة السلطات النقدية وأن تتمكن من بيعها بسرعة لكي تحافظ على السعر القديم.

لكن إذا انتقل منحنى عرض الصرف الأجنبي إلى الوضع (S_2S_2) وظل منحنى الطلب كما هو أي (D_1D_1) فإن سوق الصرف الأجنبي يستعيد توازنه القديم دون أن تتدخل الدولة لتبيع احتياطاتها في السوق، وذلك في الواقع أمر يمكن تصوره بشرط توفر فرضين أساسيين هما:¹

- تمتع الطلب الخارجي على منتجات الصناعة المحلية بدرجة كافية من المرونة.
- سرعة نمو الإنتاج المحلي للصناعات التصديرية للاستجابة للزيادة التي حدثت في الطلب الخارجي، وذلك باستخدام الطاقات العاطلة أو عن طريق سرعة تحول عوامل الإنتاج المحلية للاشتغال في هذه الصناعات.

¹ رمزي زكي، "الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 121

خلاصة ما تقدم أنه إذا رغبت الدولة في المحافظة على وضعية سعر الصرف الأجنبي وسوق الصرف غير خاضعة لسيطرتها بشكل مباشر، فإن ذلك يستلزم منها الاحتفاظ بكميات كافية وملائمة من احتياطيات الصرف الأجنبي لكي تتدخل في سوق الصرف الأجنبي بائعة لهذه الاحتياطيات في الفترات التي يتزايد فيها الطلب على النقد الأجنبي، ومشتريه لها في الفترات التي يقل فيها الطلب. فقيام السلطات النقدية لبلد ما بهذه الوظيفة للمحافظة على سعر الصرف إنما يعني قيام البلد بتكوين صندوق يعرف "بصندوق موازنة الصرف" وظيفته تشبه الدور الذي يؤديه البنك المركزي في عمليات السوق المفتوحة.

المطلب الثالث: مؤشرات قياس كفاية احتياطي الصرف الأجنبي

نجد في الأدب الاقتصادي العديد من المؤشرات التي تقيس المستوى الأمثل للاحتياطيات يمكن تقسيمها إلى مجموعتين: المؤشرات التجارية والمؤشرات المالية بالإضافة إلى العديد من المحاولات التي قام بها الاقتصاديين للوصول إلى الحجم الأمثل لاحتياطي الصرف الأجنبي.

أولاً: المؤشرات التجارية

توضح هذه المؤشرات حالة العلاقات التجارية للاقتصاد المحلي مع باقي دول الأخرى وتضم نسبتين: نسبة الاحتياطيات إلى الواردات ونسبة الاحتياطيات إلى عجز ميزان المدفوعات.

1- نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الواردات (R/M) :

اقترح هذا المؤشر تريفن (triffin) عام 1947، ويعتبر هذا المؤشر من أهم المقاييس التقليدية للحكم على مدى كفاية احتياطي الصرف الأجنبي، وذلك باعتبار أن عدم الاستقرار في ميزان المدفوعات مصدره الحساب الجاري وبالتالي يكون أكثر منطقية للحكم على كفاية الاحتياطيات.¹ وذلك باعتبار الواردات أهم متغير في بنود ميزان المدفوعات ونظراً لصلتها الوثيقة بمستويات الاستهلاك المحلي والإنتاج الجاري والنمو الاقتصادي.

حيث يرون أنصار هذه الصيغة أن هناك تناسب بين احتياطيات الصرف الأجنبي وقيمة الواردات، معناه أن الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي يزداد مع تزايد الواردات، حيث يرى البعض منهم أنه في حالة الطوارئ يضمن تدفق وارداتها الضرورية ويجنبها السياسات الاقتصادية والاجتماعية غير المرغوبة التي تضطر لتطبيقها في حالة عدم كفاية الاحتياطيات.

¹ Ritesh kumar mishra and chandan sharma, "the demand for international reserve and monetary equilibrium", New Evidence from India, National Institute of Financial Management, India, p : 08.

لكن بعض أنصار هذه الصيغة كانوا يرون ذلك يتماشى مع منطق النظرية الاقتصادية فيما تذهب إليه من تزايد الطلب على النقود لأغراض المعاملات مع التزايد الذي يحدث في مستوى الدخل القومي، ولكن هذا التبرير في الحقيقة وجهت إليه عدة انتقادات ذلك أن الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي لا يتم بغرض الوفاء بحاجات التعامل ولكنه يهدف إلى تكوين رصيد احتياطي لمواجهة احتمالات العجز في ميزان المدفوعات.¹

إن أنصار هذا المؤشر يعتقدون أن هذه النسبة تكون حوالي 30% من قيمة الواردات سنويا أو تغطية حجم الاحتياطيات مدة ثلاثة أشهر من الواردات تعد مستوى ملائم للاحتياطيات.² ويمكن أن ترتفع هذه النسبة إلى 4 أو 5 أشهر لتناسب مع ظروف الدول النامية.

بما أن الواردات تمثل إنفاقا لحصيلة الصادرات، ومن ثم تؤثر على الاحتياطيات سلبيا وهذا التأثير على الاحتياطيات سلبيا يسمى "احتياطيات المبادلات".

تقوم الدولة أحيانا بزيادة احتياطياتها إذا زاد حجم وارداتها، ومن ثم تؤثر الواردات على الاحتياطيات إيجابيا، ويسمى هذا التأثير الإيجابي للواردات على الاحتياطيات "احتياطيات الأمان"، ولذلك غالبا ما نجد أن الدول تعلن عن غطاء تغطية الواردات لفترة زمنية اعتمادا على ما تملكه من احتياطيات الصرف الأجنبي، وإذا أعقب الواردات الأثران معا، فإن الأثر النهائي للواردات على الاحتياطيات تكون محصلة الأثر الأكبر، وهنا نسجل حالتين³:

***الحالة الأولى:** إذا كان أثر المبادلات للواردات على الاحتياطيات أكبر من أثر الأمان للواردات على الاحتياطيات فإن محصلة الأثر النهائي للواردات على الاحتياطيات ستكون سالبة.

***الحالة الثانية:** إذا كان اثر المبادلات على الاحتياطيات أقل من أثر الأمان للواردات على الاحتياطيات، فإن محصلة الأثر النهائي للواردات على الاحتياطيات ستكون موجبة.

غير أن مؤشر الاحتياطيات إلى الواردات تواجهه بعض الصعوبات لأن نسبة الاحتياطيات إلى الواردات تتغير على نطاق واسع عبر البلدان، وعبر الزمن حتى بالنسبة للبلد الواحد كما أن المدفوعات الدولية تشتمل على عناصر أخرى غير السلع والخدمات لا تدخل في التجارة الدولية، كما أن التغيرات في تركيب التجارة ذات اتجاه يخضع لتقلبات موسمية ودورية مما قد يعني أنه بالنسبة لنفس مستوى الواردات قد

¹ رمزي زكي، "الاحتياطيات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 101

² زايري بلقاسم، "كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع، 2009، ص: 49.

³ محمد بن علي العقلا، "محددات الاحتياطيات الدولية في الدول العربية"، مرجع سبق ذكره، ص: 192

لا يتطلب نفس المستوى من الاحتياطيات في جميع الحالات ورغم ذلك فإن مستوى الواردات جذب معظم الاهتمام وتستخدمه بعض الدراسات كمؤشر لطلب الاحتياطيات لغرض المعاملات.¹

2- نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى عجز ميزان المدفوعات (R/D_n)

إن الاعتماد على مؤشر نسبة الاحتياطيات إلى الواردات لا يعتبر كافياً للحكم على كفاية الاحتياطيات، وذلك بحجة أن الاحتياطيات ليس الهدف منها المعاملات وإنما مواجهة الاختلالات التي تطرأ على ميزان المدفوعات والتي قد تكون ناجمة عن تدهور الصادرات، أو هروب رؤوس الأموال إلى الخارج أو غيرها من الأسباب، والاحتياطيات في هذه الحالة تعتبر رصيذا لمواجهة العجز (buffer stock)، ولتجنب ما عسى أن تضطر إليه الدولة من سياسات غير مرغوبة، ولا ينبع من تأمين المعاملات وإنما من باب الاحتياط، حيث اقترح brown في عام 1964 مؤشر نسبة الاحتياطيات إلى العجز في ميزان المدفوعات، الذي يعني أن التغيير في احتياطي الصرف الأجنبي يجب أن يتغير بنفس معدلات التغيير المتوقع في عجز ميزان المدفوعات، فإذا كانت هذه النسبة تساوي 1 صحيح، فهذا هو الوضع الأمثل الذي يعني أن احتياطيات الصرف الأجنبي كافية تماما لمواجهة أحوال العجز الطارئ في ميزان المدفوعات، وهذا يجنبها سياسات مواءمة غير مرغوبة.

فمثلا إذا أخذنا متوسط عجز الحساب الجاري بميزان المدفوعات في فترة سابقة معقولة (خمسة أو عشرة سنوات)، فلو كان متوسط هذا العجز يساوي (X) من الدولارات، فإنه يتعين أن يكون حجم الاحتياطيات مساويا لهذا المقدار.

ثانيا: المؤشرات المالية

وتتضمن هذه المؤشرات نسبتين: نسبة الاحتياطيات إلى إجمالي الدين الخارجي قصير الأجل ونسبة الاحتياطيات إلى عرض النقود بالمعنى الواسع.

1- نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الديون الخارجية قصيرة الأجل ($R/sted$):

يقيس هذا المؤشر قدرة الدولة على سداد ديونها بسرعة، ويجب أن لا تنخفض هذه النسبة عن 100%.² أي أن حجم احتياطي الصرف الأجنبي يكون على الأقل مساويا لحجم الديون الخارجية قصيرة الأجل. حيث يتم هنا مقارنة الاحتياطيات بحجم الديون الخارجية خصوصا على المدى القصير، من أجل قياس المخاطر المرتبطة بالتطورات السلبية التي تحدث على مستوى الأسواق المالية الدولية، لأنه عادة سياسات

¹ محمد بن علي العقلا، نفس المرجع السابق، ص: 181.

² Cédric achille Mbeng mezui and uche duru , "Holding excess foreign reserves versus infrastructure finance :what should africa do ?", African développement bank group, n°178, 2013,p :05

التمويل بالنقد الأجنبي قصيرة الأجل لا تعتمد على الاحتياطيات، وإنما باللجوء إلى الاقتراض من الأسواق المالية الدولية.

في حالة إذا كان حجم الديون أكبر من حجم الاحتياطيات معناه أن الدولة غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها وهي تعاني من نقص السيولة الدولية مما يؤدي إلى هروب رؤوس الأموال، الأمر الذي يؤدي إلى حدوث أزمة مالية.

2- نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى عرض النقود (R/M_2):

يعتبر kaminsky (1999) أول من أشار إلى نسبة الاحتياطيات / القاعدة النقدية، يعتبر هذا المؤشر كمقياس لكفاية الاحتياطيات في حالة وجود إمكانية هروب رؤوس الأموال عن طريق المقيمين الحاليين وهو يقيس احتمالية وقوع أزمة مالية. ووفقا لقاعدة الجاميع النقدية يجب أن تغطي الاحتياطيات نسبة معينة من مؤشر الحجم النقدي، وهو ما يطلق عليه الإجمالي النقدي¹.

فإذا كان رصيد النقود بمعناه الواسع كبير مقارنة بالاحتياطيات فإن هذا يوحي بوجود كم هائل وكبير لرؤوس الأموال مع مراعاة جوانب أخرى مثل الالتزامات الخارجية، هذه النسبة مهمة خصوصا بالنسبة للدول التي يتميز فيها النظام المصرفي بالضعف.

لقد طور scitovsky² علاقة بين الاحتياطيات والعرض النقدي، فحيازات الصرف الأجنبي لأي بلد هي عادة أقل من عرضه النقدي، والحد الأدنى من الاحتياطيات الدولية يجب أن يناظر مقدرة البلد على الإنفاق الزائد خارجيا بالسحب من أرصده النقدية والصيغة التي طورها scitovsky تأخذ الصورة التالية: ($M/M+S$).

حيث أن م: الميل الحدي للاستيراد، س: الميل الحدي للإنفاق محليا.

تقترح هذه الصيغة أن الاحتياطيات تتغير بنفس نسبة تغير العرض النقدي وبطريقة تتحدد بالميل للاستيراد والميل للإنفاق محليا، ولكن إذا كانت السلطات في البلاد المختلفة سوف تستجيب للعجز الخارجي بطريقة مختلفة فإن نسبة الاحتياطيات إلى العرض النقدي قد لا ترتبط بالنسبة (م).

تكون هذه النسبة في حدود 10%-20% في الدول التي تتبع نظام سعر الصرف الثابت، في حين تكون النسبة في حدود 5%-10% في الدول التي تتبع نظام سعر الصرف المرن.³

¹ صافية أمير، "أثر تغيرات أسعار البترول على احتياطي الصرف حالة الجزائر 1986-2016"، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية تخصص مالية وتجارة دولية، جامعة سيدي بلعباس، 2019-2020، ص: 58.

² Courchene, T. and Youssef, "The Demand for International Reserves", Journal of Political Economy, vol 25, n°04, 1967, p : 404.

³ Cédric Achille Mbeng mezui and uche duru, Référence déjà cité, P:05

خلاصة الفصل الثاني:

تلعب احتياطيات الصرف الأجنبي دوراً هاماً في حماية الاقتصاد الوطني من الأزمات غير المتوقعة، فهي تعبر عن الأصول المالية الأجنبية الخاضعة لسيطرة السلطات النقدية والمتاحة في أي وقت لغرض تمويل اختلالات ميزان المدفوعات أو لأغراض أخرى، وبذلك فاحتياطيات الصرف الأجنبي تمثل جزءاً من السيولة الدولية، هذه الأخيرة التي تعتبر أوسع وأشمل من الاحتياطيات فهي تشمل كل من السيولة المملوكة (غير المشروطة) التي يستطيع البلد أن يلجأ إليها دون أي قيد أو شرط (احتياطيات الصرف الأجنبي)، والسيولة المقترضة (المشروطة) التي يتطلب الحصول عليها الالتزام بشروط وقيود تضعها الجهات المقرضة. وتتكون احتياطيات الصرف الأجنبي من الذهب النقدي بالإضافة إلى العملات الأجنبية الأخرى التي تقبل في تسوية المدفوعات الدولية، كما تشمل كذلك على حقوق السحب الخاصة والشريحة الاحتياطية لدى صندوق النقد الدولي والتي تعتبر نسبة مساهمتها في الاحتياطيات الدولية ضئيلة خاصة بالنسبة للدول النامية لأنها تتعلق بحصة كل عضو في الصندوق. يتم تكوين احتياطيات الصرف الأجنبي لأغراض تجارية من أجل تشجيع الصادرات وذلك عن طريق المحافظة على قيمة العملة بأقل من قيمتها الحقيقية، كما يتم تكوينها لأغراض وقائية من أجل مواجهة الأزمات المالية والاقتصادية التي قد يتعرض لها الاقتصاد.

الفصل الثالث:

سياسة التحرير المالي في دول المغرب العربي
(تونس، الجزائر، المغرب)

تمهيد:

تبنت دول المغرب العربي غداة الاستقلال سياسة الكبح المالي والتي تميزت بسيطرة الحكومات على النظام المالي وإخضاعه لمختلف أشكال الرقابة، وكان الغرض من ذلك تقوية اقتصاداتها الوطنية وتمويل مشاريعها التنموية ورفع معدلات النمو الاقتصادي، لكن كانت نتيجته سلبية سواء على القطاع المالي أو على مختلف مؤشرات الاقتصاد الكلي، الأمر الذي أدى إلى ضرورة العمل على تطبيق إصلاحات مالية وتحرير أنظمتها المالية وفقا لمنهج Shaw و Mackinon ، وكان ذلك تحت إشراف الهيئات والمنظمات المالية الدولية وعلى رأسها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، وذلك من أجل رفع كفاءة أنظمتها المالية والتكيف مع المستجدات والتطورات الاقتصادية والمالية العالمية.

لهذا سنحاول من خلال هذا الفصل دراسة سياسة التحرير المالي المنتهجة في دول المغرب العربي وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: سنتعرض فيه إلى سياسة التحرير المالي في تونس وذلك من خلال التعرف على أهم مؤشرات الكبح المالي في تونس قبل التحرير بالإضافة إلى أهم إجراءات سياسة التحرير المالي في تونس وأثرها على مختلف المؤشرات المالية والنقدية.

المبحث الثاني: سيتم التطرق من خلاله إلى سياسة التحرير المالي في الجزائر وذلك من خلال التعرف على أشكال سياسة الكبح المالي في الجزائر، الإصلاحات المالية والمصرفية في الجزائر وأثرها على مختلف المؤشرات المالية والنقدية.

المبحث الثالث: خصصناه لسياسة التحرير المالي في المغرب وذلك من خلال التعرف إلى أشكال سياسة الكبح المالي في المغرب، الإصلاحات المالية في المغرب وأثرها على المؤشرات المالية والنقدية.

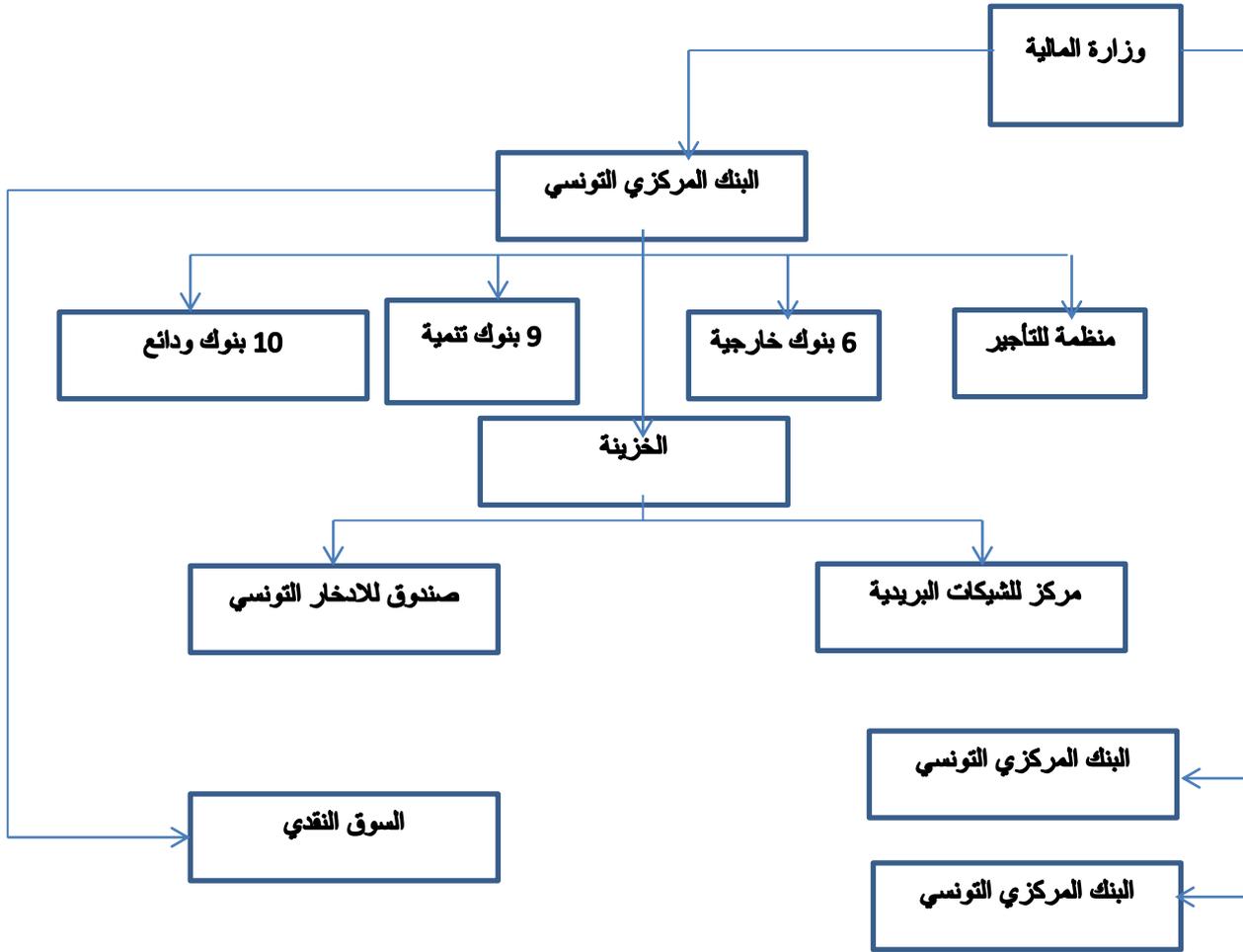
المبحث الأول: سياسة التحرير المالي في تونس

شهدت تونس سياسة الكبح المالي منذ الاستقلال حيث اتبعت استراتيجية للتنمية الاقتصادية تؤكد على الدور الرئيسي للدولة في تسريع التنمية الاقتصادية وضمان السيطرة الوطنية على القطاعات الاستراتيجية، وكان من المقرر تحقيق هذه الأهداف من خلال الاستثمارات الحكومية المباشرة في القطاعات الرئيسية، دعم الفوائد للاستثمار الخاص في القطاعات ذات الأولوية، ونظام معقد من التعريفات وضوابط الصرف المخصصة لحماية الصناعات الناشئة ومراقبة تخصيص العملات الأجنبية، وكانت إحدى أهم وظائف القطاع المالي هي جمع المدخرات بتكلفة منخفضة وإعادة توجيهها إلى المؤسسات الحكومية والعامّة وكذلك إلى قطاعات الأعمال ذات الأولوية.

المطلب الأول: مؤشرات الكبح المالي في تونس

عند إنشاء البنك المركزي التونسي في 1958 كان النظام المالي يشمل: عشرة بنوك ودائع، تسعة بنوك تنمية، صندوق الادخار الوطني (CENT)، صندوق ادخار للسكن (CNEL) تحول إلى بنك إسكان في جانفي 1987، مركز للشيكات البريدية، منظمة للإيجار، ستة بنوك غير مقيمة، 12 شركة تأمين بورصة للأوراق المالية، كما هو موضح في المخطط التالي.

الشكل رقم (3-1): النظام المالي في تونس



SOURCE: Ali bach hamba, les cahiers de l'IEQ, institut d'économie quantitative, N 11, juillet 1994, p 22.

حتى عام 1986 النظام المالي يدار من طرف البنك المركزي التونسي وأخذت سياسة الكبح المالي عدة أشكال منها: التحديد الإداري لسعر الفائدة وسياسة توجيه الائتمان، التحكم المباشر في الكتلة النقدية وتقييد النشاط البنكي ويمكن التعرف على أهم هذه الأشكال في النقاط التالية:

أولاً: التحديد الإداري لأسعار الفائدة

قبل إصلاح معدلات الفائدة في 1987/01/02، كان البنك المركزي التونسي يدير كل من أسعار الفائدة المدينة والدائنة، والتي كان مستواها الاسمي منخفض نسبياً وبشكل عام سلبية من حيث القيمة الحقيقية، وكانت أسعار الفائدة مقسمة إلى عدة فئات يمكن توضيحها فيما يلي (الجدول 3-1):

1- معدلات الفائدة المدينة: قام البنك المركزي بتقسيم معدلات الفائدة المدينة إلى ثلاث فئات:¹

- **معدل الفائدة التفضيلي:** وهو معدل الفائدة المطبق على القروض الموجهة للاستثمارات العمومية والقطاعات الاقتصادية التي تعد ذات أولويات بالنسبة للحكومة التونسية مثل تمويل الأنشطة الزراعية، والحرف التقليدية، السياحة، والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- **معدل الفائدة الوسيط:** يطبق هذا المعدل على القروض الموجهة لتمويل الأنشطة الاقتصادية المكتملة للأنشطة والقطاعات الاقتصادية التي تدرج ضمن الأولويات الاقتصادية للحكومة.
- **معدل الفائدة النسبي:** هذا المعدل يكون أعلى من المعدلات السابقة وهو مطبق على تمويل الأنشطة الاقتصادية التي لا تدرج ضمن الأولويات الاقتصادية للحكومة التونسية وعلى التسبيقات الخاصة بالحسابات الجارية والسحب على المكشوف.

الجدول رقم (3-1): تطور معدلات الفائدة الدائنة والمدينة في تونس خلال الفترة من 1979 إلى 1985.

السنوات	معدل الفائدة التفضيلي				معدل الفائدة الوسيط				معدل الفائدة النسبي	
	الأدنى الاسمي	الأدنى الحقيقي	الأقصى الاسمي	الأقصى الحقيقي	الأدنى الاسمي	الأدنى الحقيقي	الأقصى الاسمي	الأقصى الحقيقي	الاسمي	الحقيقي
1979	5.5	2.3-	7	0.74-	6	1.67-	7.75	0.05-	/	/
1980	5.5	4.09-	7	2.73-	6	3.64-	9	0.91-	/	/
1981	5.5	3.12-	9.75	0.78	6	2.66-	9	0.09	10.5	1.47
1982	5.5	7.21-	9.75	3.47-	6	6.77-	9	4.13-	10.5	2.81-
1983	5.5	9.12-	9.75	0.78	6	2.66-	9	0.09	10.5	1.47
1984	5.5	2.68-	9.75	1.25	6	2.21-	9	0.55	10.5	1.94
1985	5.5	2.31-	8	0	6	1.85-	10	1.85	12	3.7

المصدر: غربي ناصر صلاح الدين، "سياسة التحرير المالي في الدول النامية دراسة قياسية لحالة الجزائر وتونس"، مرجع سبق ذكره، ص: 191.

¹ غربي ناصر صلاح الدين، "سياسة التحرير المالي في الدول النامية دراسة قياسية لحالة الجزائر وتونس"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة تلمسان، 2006-2007، ص ص: 190-191.

2- معدلات الفائدة الدائنة: تم تقسيمه من طرف البنك التونسي إلى ثلاث فئات:

➤ معدل الفائدة على حسابات تحت الطلب: يطبق هذا المعدل على حسابات تحت الطلب

ويعتبر من أدنى معدلات الفائدة الدائنة فهو محصور بين 1% و2%.

➤ معدل الفائدة على الحسابات الادخارية: يخص هذا المعدل الودائع الادخارية الموضوعة لدى

البنوك، فحتى سنة 1985 كان عند حدود 6.75% وهذا بالنسبة للتوظيفات المالية التي لا تقل عن سنة و 9.75% بالنسبة للتوظيفات التي تزيد عن سنتين.

➤ معدلات الفائدة على الحسابات الآجلة: يخص هذا المعدل الودائع الآجلة وهو محصور بين

3.5% و9% وذلك حسب معدل توظيف هذه الودائع.

ثانيا: معدل إعادة الخصم

تم تعديل معدل إعادة الخصم من طرف البنك المركزي التونسي منذ 1958، كما عرف معدل إعادة الخصم انخفاض متتالي خلال سنتي 1959 و1960 وزيادتان متتاليتان خلال سنتي 1962 و1966، انخفاض في سنة 1974 وزيادات في سنوات 1977، 1981، 1985. يمكن ملاحظة أن سياسة إعادة الخصم تتميز بتعدد المعدل الذي يتقل النظام ويؤثر على توزيع القروض، وخلق تشوهات في أساليب التمويل وتخصيص الموارد¹.

ثالثا: الاحتياطي الإجباري

خضع معدل الاحتياطي الإجباري في تونس إلى تعديلات متكررة حسب تطور الوضع النقدي، اعتبارا من 02 جانفي 1975 تم احتساب الاحتياطي الإجباري وفقا لمعدلين مختلفين: معدل 40% على ودائع حساب رأس المال والحسابات المعلقة لغير المقيمين والتي لم تشهد أي تغيرات، ومعدل على الودائع تحت الطلب والودائع لأجل الأقل من سنة، هذا الأخير عادة ما تم تعديله.

رابعا: توزيع القروض

يتم منح القروض قصيرة الأجل إلى حد كبير من الموارد الخاصة للبنوك والتي تشكل المكون الرئيسي لقروض الاقتصاد، أما قروض الاستثمار متوسطة وطويلة الأجل فهي تمثل 30% من مجموع القروض ويتم تمويل جزء كبير منها من الموارد الخاصة هذه الأخيرة هي أموال الدولة التي تديرها المصارف الهدف منها هو تشجيع الأنشطة ذات الأولوية. ويوضح الجدول التالي تطور هيكل القروض خلال الفترة من 1962 – 1986.

¹ Ali bach hamb, référence déjà cité, p : 17.

الجدول (2-3): تطور هيكل القروض من 1962-1986

السنوات	1962	1971	1982	1986
ق. قصيرة الأجل	%73	%69.6	%69.7	%73.7
ق. متوسطة الأجل	%15	%20.6	%21.6	%18.7
ق. طويلة الأجل	%12	%9.8	%8.7	%7.6

Source : Ali bach hamb, référence déjà cité, p: 22

خامسا: التدخل المباشر في السوق النقدي:

وذلك من أجل التحكم في سيولة البنوك التجارية عن طريق وضع البنك المركزي مجموعة من الضوابط والقيود على عملية إعادة الخصم في السوق النقدي.

المطلب الثاني: إجراءات التحرير المالي في تونس

من أجل إصلاح النظام المالي التونسي شرعت تونس في عملية التحرير المالي ابتداء من 1987، حيث تم تنفيذ تدابير لزيادة المنافسة وكفاءة السوق وإنشاء أدوات قادرة على توسيع وتعميق النظام المالي التونسي، كما شرعت في إزالة الحواجز أمام دخول البنوك التجارية وخصخصة البنوك العامة وتحرير أسعار الفائدة وتخفيض الاحتياطي الإلزامي والتغيير في وضع السياسة النقدية المباشرة وغير المباشرة ويوضح الجدول التالي تسلسل عملية التحرير المالي في تونس.

الجدول (3-3): تسلسل عملية التحرير المالي في تونس

1997	1996	1993	1992	1989	1987	1980	
					×		سعر الفائدة
	×						حاجز الدخول
				×			متطلبات الاحتياطي
		×					الرقابة على الائتمان
×							الخصخصة
			×				التنظيم التحوطي

Source : Bouzid Amaira, " financial liberalization and Economic growth Evidence From tunisia", journal of life économiques, vol 3, n4, 2016, p : 11.

يوضح هذا الجدول تسلسل التحرير المالي في تونس، حيث في المرحلة الأولى تم تحرير أسعار الفائدة ففي عام 1989 تم تنفيذ إجراءين هما تحرير أسعار الفائدة وتعديل متطلبات الاحتياطي، وفي سنة 1997 تم تنفيذ الإجراءات الستة السابقة وبالتالي نلاحظ أن عملية التحرير المالي في تونس امتدت على مدى 11 عام.

سوف نتطرق لأهم هذه الإجراءات فيما يلي:

أولاً: تحرير أسعار الفائدة:

تضمنت جهود الإصلاح في تونس التحرير التدريجي لأسعار الفائدة باستثناء أسعار الفائدة على القروض الممنوحة للقطاعات ذات الأولوية، في عام 1987 تم تحرير أسعار الفائدة على الودائع لأجل لمدة 3 أشهر على الأقل، تم السماح بتحديد معدلات الإقراض بحرية ضمن فارق 3% باستثناء الممنوحة للقطاعات ذات الأولوية. في عام 1990 تم رفع المعدلات التفضيلية لجميع القطاعات ذات الأولوية، وإن كان ذلك بشكل معتدل بالنسبة للقطاع الزراعي، في عام 1994 تم التحرير الكامل لمعدلات الإقراض للقطاعات غير ذات الأولوية، وفي أواخر عام 1996 تم إلغاء أسعار الفائدة التفضيلية للقطاعات ذات الأولوية، ومع ذلك تبقى معدلات الودائع محدودة بنسبة 2% على الأكثر على الودائع تحت الطلب و2% على الودائع الادخارية¹.

كل هذه الإجراءات أدت إلى تحرير أسعار الفائدة سواء الدائنة أو المدينة ومع ذلك يتم دائما فهرسة هذه الأسعار وفقا لمتوسط سعر سوق المال الذي يعطي هذا المعدل دورا إرشاديا.

ثانيا: الترويج لسوق الأسهم وإدخال أدوات جديدة للسياسة النقدية غير المباشرة:

تم إعادة تصميم أذون الخزانة لجعلها أكثر سيولة وجاذبية لكافة المتعاملين، في المقابل تم تعزيز الإطار القانوني للاستثمارات الخاصة الجديدة مثل: شهادات الإيداع، الأوراق التجارية، الصناديق المشتركة وسندات الشركات، على الرغم من أن العديد من هذه الأدوات لا تزال محدودة الاستخدام، كما تم خصخصة بورصة تونس في عام 1994 وتم نقل إدارتها لبيوت السمسرة².

¹ Abdelali jbili, "Financial sector reforms in Algeria, morocco and tunisia : A preliminary Asssment", international monetary fund, july 1997, pp :11-12.

² Wade D-cook, moes Hababou and Gordon.S.Roberts," the Effects of Financial liberalization on the tunisian banking industry, A non parametric Approach ", topics in middle eastern and north African Economies, 2001, p :03.

ثالثا: تعديل نظام تمويل الخزينة:

ابتداء من سنة 1989 شرعت الحكومة التونسية في تعديل نظام تمويل عجز ميزان الحكومة، حيث أصبحت الخزينة مجبرة على اللجوء إلى السوق النقدي من أجل الحصول على تمويل وبنفس الشروط المطبقة على المتعاملين الآخرين في هذا السوق، كما تم وضع سقف لكمية السندات المصدرة من طرف الحكومة، وكذلك تم الشروع في إصدار سندات حكومية من نمط جديد سندات تتراوح مدتها ما بين 13 أسبوع و26 أسبوع وأخرى تتراوح مدتها ما بين السنتين وخمس سنوات وسندات أخرى صالحة لتداول في السوق المالي تتراوح مدتها ما بين 05 و10 سنوات¹.

أصبحت أذون الخزانة متاحة بشكل تدريجي أولا لشركات التأمين والمؤسسات غير المالية الأخرى ثم لكافة المتعاملين في عام 1995، وفي عام 1991 توقفت الخزينة عن إصدار سندات حكومية منخفضة الفائدة وطويلة الأجل.

رابعا: إعادة النظر في معدل الاحتياطي القانوني المفروض على البنوك:

قام البنك المركزي التونسي في 17 ماي 1989 بتعديل نسبة الاحتياطي القانوني المفروضة على البنوك التجارية، وذلك بموجب القانون رقم 15-89 الصادر في 19 ماي 1989 حيث حدد عند 2% من مجموع الودائع الآجلة وسندات الصندوق والمنتجات المالية الأخرى وشهادات الإيداع.

خامسا: فتح القطاع المالي أمام المؤسسات المالية الأجنبية:²

تضمنت الإجراءات الهادفة إلى زيادة المنافسة الخارجية ما يلي:

- فتح رؤوس أموال البنوك أمام المشاركة الأجنبية.
- السماح للبنوك الأجنبية بفتح فروع لها والعمل في الداخل.
- علاوة على ذلك سمح للمصارف الخارجية بتحصيل الودائع بالدينار من المقيمين مع بعض القيود.

سادسا: تعزيز اللوائح الاحترازية والإشراف المصرفي:

كان تعزيز اللوائح الاحترازية والإشراف المصرفي أمرا حاسما لنجاح تحرير الأنشطة المالية وإلغاء الضوابط عليها، حيث سمح للمشاركين في السوق بتحمل مخاطر أكبر، حيث طلب من البنوك المحلية تلبية نسبة كفاية بازل المرجحة بالمخاطر بحلول عام 1999، وتم إجراء خطط إعادة الهيكلة التفصيلية، بناء على عمليات مراجعة حسابات الاستشاريين الخارجيين، مع التركيز على إعادة الرسملة وتنظيف القروض المتعثرة.

¹ غربي ناصر صلاح الدين، "سياسة التحرير المالي في الدول النامية دراسة قياسية لحالة الجزائر وتونس"، مرجع سبق ذكره، ص: 195.

² Wade D-cook, moes Hababou and Gordon.S.Roberts, référence déjà cité p : 03.

سابعاً: التحرير المتدرج لحساب رأس المال:

رافق إصلاحات النظام المالي المحلي تحرير تدريجي لمعاملات حسابات رأس المال من أجل تحسين تخصيص موارد النقد الأجنبي وجذب الاستثمار الأجنبي المباشر، وتوفير مزيد من المنافسة للموردين المحليين للخدمات المالية.

وضعت السلطات التونسية خطة من ثلاث مراحل لتحرير الحساب الرأسمالي:

المرحلة الأولى: تم فيها أولاً إزالة غالبية القيود على التدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد ، ثم منح تصريح محدود لغير المقيمين للقيام باستثمارات في الأوراق المالية الحكومية بالعملة الأجنبية، وأخيراً التحرير الكامل للاقتراض الخارجي للمؤسسات المالية وتخفيف متطلبات هذه القروض للمؤسسات غير المالية.

المرحلة الثانية : تتضمن ما يلي:

- تحرير تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الخارج.
- إمكانية قيام المستثمرين المؤسسين بالاستثمار في الخارج.
- إزالة العوائق أمام دخول استثمارات المحفظة أي أنه يمكن لغير المقيمين الحصول بحرية على سندات الدين في السوق التونسية.

المرحلة الثالثة: قابلية تحويل العملة حيث تم في 01 جانفي 1993 الإعلان عن قابلية تحويل الدينار التونسي في أسواق العملات الأجنبية.

المطلب الثالث: تطور المؤشرات المالية والنقدية للنظام المالي التونسي في ظل سياسة التحرير المالي

بعد تطبيق سياسة التحرير المالي في تونس عرف النظام المالي والمصرفي التونسي تحولات أثرت على مختلف المؤشرات المالية والنقدية التي شهدت تطورات مختلفة يمكن عرض أهمها فيما يلي:

أولاً: تطور القروض الموزعة

في ظل مرحلة الكبح المالي كانت السياسة الائتمانية التونسية موجهة للقطاع العام الذي كان يستحوذ على أغلب القروض الموزعة، لكن بعد البدء في التحرير المالي والمصرفي حدث تغيير في السياسة الائتمانية للبنوك التي أصبحت تمول القطاع الخاص بنسبة أكبر من القطاع العام نظراً للعائد المرتفع للقطاع الخاص مقارنة بالقطاع العام، ويوضح الجدول التالي تطور القروض الموزعة ونسبتها في الاقتصاد التونسي خلال الفترة من 1994 إلى غاية 2017.

الجدول رقم (3-4): تطور القروض الموزعة في الاقتصاد التونسي للفترة من 1994-2017.

سنوات	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
قروض للقطاع العام	1452	1299	824	762	497	526	931	884	761	935	942	949
نسبة قروض القطاع العام	14.35	11.77	6.92	5.77	3.43	3.29	5.14	4.43	3.70	4.30	4.10	3.91
قروض للقطاع الخاص	8660	9737	11077	12435	13955	15459	17152	19033	19760	20763	22027	23295
نسبة قروض القطاع الخاص	85.64	88.32	93.07	94.22	96.56	96.70	94.85	95.56	96.29	95.7	95.89	96.08
سنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
قروض للقطاع العام	1077	1570	2252	2372	3555	3998	3914	3889	3526	3577	3770	4583
نسبة قروض القطاع العام	4.10	6.94	8.84	8.61	10.95	11.02	10.16	9.45	8	7.60	7.32	7.76
قروض للقطاع الخاص	25177	21036	23219	25160	28882	32254	34583	37259	40534	43453	47708	54411
نسبة قروض القطاع الخاص	95.89	93.05	91.15	91.38	89.04	88.97	89.83	90.54	92	92.40	92.67	92.23

المصدر : التقارير السنوية للبنك المركزي التونسي من 1994-2017.

من الجدول السابق نلاحظ أن هناك فارق كبير في توزيع القروض بين القطاع العام والخاص بعد تطبيق سياسة التحرير المالي، حيث أصبحت أغلبية القروض الموزعة في الاقتصاد موجهة لتمويل القطاع الخاص أين فاقت نسبتها 85% على طول الفترة من 1994 إلى 2017، حيث بلغت أقصى نسبة لها سنة 1999 بـ 96.70%، لتعرف بعد ذلك تغيرات طفيفة في السنوات الأخرى إلى غاية سنة 2017 أين كانت نسبتها 92.23%.

على عكس القطاع العام الذي عرف تمويل ضئيل من طرف البنوك والذي لم تتعدى نسبته 15% على طول الفترة من 1994-2017، حيث بدأت نسبته في الانخفاض ابتداءً من 1994 أين كانت النسبة 14.35% والتي وصلت إلى 3.29% في 1999 لترتفع بشكل طفيف بعد ذلك خاصة خلال الفترة من 2009-2012 التي وصلت فيها النسبة 10.16% لتبدأ بعد ذلك في الانخفاض إلى غاية وصولها نسبة 7.67% في سنة 2017.

أما فيما يخص تطور هيكل توزيع القروض حسب الآجال (قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل) الموضح في الجدول رقم (3-5) فقد عرف تناسب بين حجم القروض قصيرة الأجل ومتوسطة وطويلة الأجل ولم يكن هناك فارق كبير بينها، حيث في سنة 1994 كانت نسبة القروض قصيرة الأجل 58.50% أما القروض متوسطة وطويلة الأجل فكانت نسبتها 41.50% من إجمالي القروض الموزعة في الاقتصاد والتي شهدت ارتفاع طفيف مع الوقت حيث وصلت نسبتها 56.35% سنة 2017 مقارنة بالقروض قصيرة الأجل التي أصبحت نسبتها 43.65% من إجمالي القروض الموزعة في سنة 2017.

الجدول رقم (3-5): تطور هيكل القروض الموزعة حسب الآجال خلال الفترة من 1994-2017.

سنوات	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
قروض قصيرة الأجل	5917	6214	6987	7553	8832	8833	9776	10326	9524	10312	10639	10862
نسبة ق. قصيرة الأجل	58.50	56.40	58.71	57.92	55.25	55.26	54.07	51.84	46.41	47.50	46.29	44.80
ق. متوسطة وطويلة الأجل	4198	4804	4913	5487	7153	7149	8302	9591	10997	11393	12340	13382
نسبة ق. متوسطة وطويلة الأجل	41.50	43.60	41.28	42.07	44.74	44.73	45.92	48.15	53.58	52.49	53.70	55.20
سنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
قروض قصيرة الأجل	14029	15522	16268	16079	18217	20141	21883	24009	26274	27982	30679	35665
نسبة ق. قصيرة الأجل	53.64	53.19	49.57	44.31	42.22	41.34	41.15	41.80	42.66	42.65	42.59	43.65
ق. متوسطة وطويلة الأجل	12123	13656	16547	20202	24925	28572	31296	33418	35315	37632	41358	46042
نسبة ق. متوسطة وطويلة الأجل	46.35	46.80	50.42	55.68	57.77	58.65	58.85	58.19	57.34	57.35	57.41	56.35

المصدر: تقارير البنك المركزي التونسي من 1994-2017

ثانيا: تطور المعروض النقدي والنتاج المحلي الإجمالي

من بين المؤشرات التي أثرت عليها سياسة التحرير المالي في تونس المعروض النقدي حيث يوضح الجدول (3-6) والشكل (3-2) تطور كل من المعروض النقدي والنتاج المحلي الإجمالي والذي نلاحظ من خلاله أن نمو المعروض النقدي عرف عدة مراحل ففي المرحلة الأولى من 1988-1989 كان نموه سريع فاق 15%، المرحلة الثانية من 1990-1995 شهدت نمو بطيء مقارنة بالمرحلة السابقة حيث قدر بحوالي 6% أما المرحلة الثالثة من 1996-2017 عرفت تحسن في معدل نمو المعروض النقدي وصل متوسط نموه إلى 11%.

الفصل الثالث:.....سياسة التحرير المالي في دول المغرب العربي (تونس، الجزائر، المغرب)

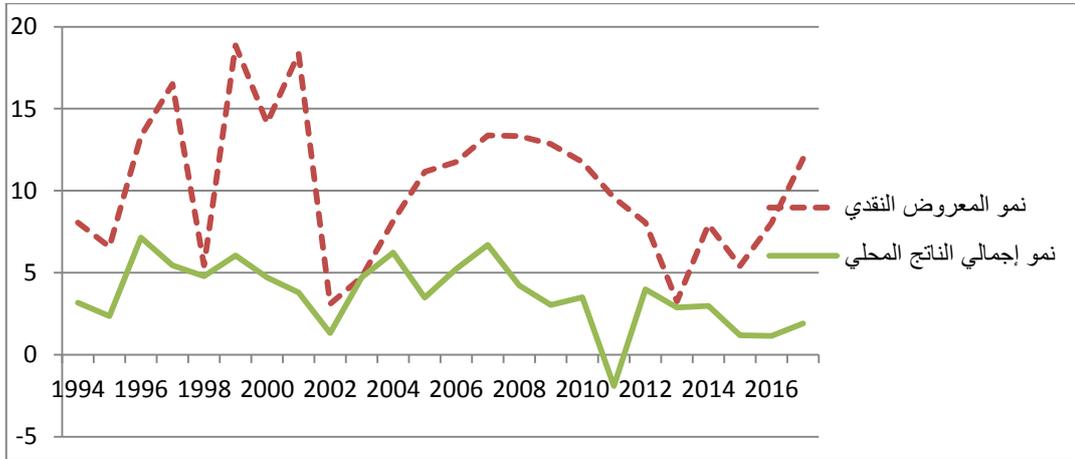
أما فيما يخص نمو الناتج المحلي الإجمالي فقد شهد معدلات منخفضة على طول الفترة من 1988-2017 أين سجل نمو سالب في سنة 2011 قدر بـ 1.91% ويعود هذا الانخفاض إلى الأزمات الاجتماعية والسياسية التي عرفتها تونس والتي أثرت بشكل مباشر على الاقتصاد وخاصة على الناتج المحلي الإجمالي، هذا الانخفاض أدى إلى اتساع الفجوة بينه وبين نمو المعروض النقدي.

الجدول رقم (3-6): تطور المعروض النقدي والناتج المحلي الإجمالي للفترة من 1988-2018

السنوات	نمو المعروض النقدي	نمو إجمالي الناتج المحلي	M2/PIB	السنوات	نمو المعروض النقدي	نمو إجمالي الناتج المحلي	M2/PIB
1988	17.52	4.73	51.73	2003	4.73	4.70	53.27
1989	15.47	8.15	53.95	2004	8.15	6.23	52.47
1990	7.64	11.16	51.49	2005	11.16	3.48	54.11
1991	5.80	11.76	48.98	2006	11.76	5.24	55.34
1992	8.32	13.37	46.57	2007	13.37	6.70	57.58
1993	6.13	13.33	46.20	2008	13.33	4.23	58.87
1994	8.06	12.85	46.30	2009	12.85	3.04	62.58
1995	6.57	11.75	45.76	2010	11.75	3.51	65.08
1996	13.34	9.58	46.38	2011	9.58	-1.91	69.72
1997	16.50	8.06	44.91	2012	8.06	3.99	69.07
1998	5.44	3.24	43.76	2013	3.24	2.87	68.70
1999	18.87	7.94	47.45	2014	7.94	2.97	68.92
2000	14.13	5.41	50.08	2015	5.41	1.19	69.37
2001	18.36	8.04	54.96	2016	8.04	1.15	70.69
2002	3.10	11.96	54.68	2017	11.96	1.91	73.79

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات البنك الدولي data bank/2018

الشكل رقم (3-2): تطور نمو المعروض النقدي والناتج المحلي الإجمالي.

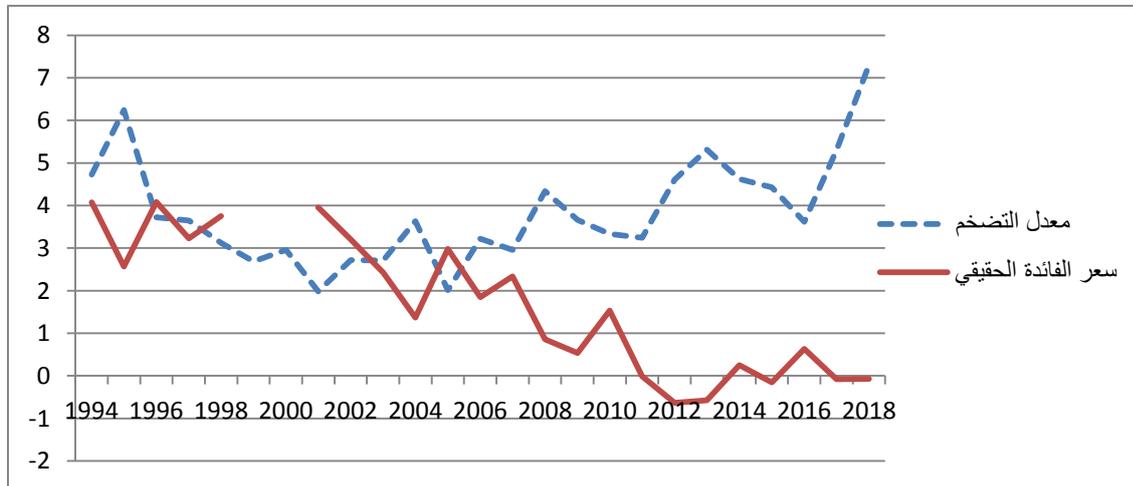


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي 2018.

ثالثا: معدلات الفائدة

إن الهدف الرئيسي لسياسة التحرير المالي هو الوصول إلى معدلات إيجابية لسعر الفائدة الحقيقي من أجل دفع عجلة التنمية في الاقتصاد لهذا يوضح الشكل التالي تطور كل من معدل سعر الفائدة الحقيقي ومعدل التضخم في تونس خلال الفترة من 1994 إلى غاية سنة 2017.

الشكل رقم (3-3): تطور معدل التضخم وسعر الفائدة الحقيقي في تونس.



المصدر: المعهد الوطني للإحصاء في تونس وبيانات البنك الدولي .

نلاحظ من خلال الشكل أنه بعد التحرير المالي سجلت تونس أسعار فائدة حقيقية موجبة نتيجة انخفاض معدل التضخم الذي وصل إلى 1.98% في 2001 نتيجة اتباع تونس سياسات استهداف التضخم عن طريق رفع أسعار الفائدة الرسمية في إطار برنامج الإصلاح مع صندوق النقد الدولي الأمر الذي أدى إلى

تحسن أسعار الفائدة الحقيقية، ليرتفع بعد ذلك بشكل طفيف ابتداء من 2002 مسجلا أسعار فائدة حقيقية سالبة ابتداء من 2011 والتي تعود كذلك لانخفاض أسعار الفائدة.

رابعا: تطور أهم مؤشرات السوق المالي

من بين المؤشرات التي يؤثر عليها التحرير المالي هي مؤشرات السوق المالي الذي شهد انتعاش في تونس بعد التحرير المالي وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (3-7): تطور أهم مؤشرات السوق المالي في تونس

السنوات	عدد الشركات المدرجة	رسملة البورصة	رسملة البورصة / إجمالي الناتج المحلي	السنوات	عدد الشركات المدرجة	رسملة البورصة	رسملة البورصة / إجمالي الناتج المحلي
1990	13	533	4.1	2004	44	3085	8.8
1991	-	712	5.1	2005	45	3840	10.2
1992	17	814	5.8	2006	48	5491	12
1993	19	956	6.8	2007	51	6495	13.1
1994	21	2525	15.9	2008	50	8301	15
1995	26	3967	23.3	2009	52	12227	20.8
1996	30	3892	20.5	2010	56	15282	24.1
1997	34	2632	12.5	2011	57	14453	22.3
1998	38	2452	10.8	2012	59	13779.9	19.5
1999	44	3326	13.3	2013	71	14092.8	18.5
2000	44	3889	14.6	2014	77	17.324	21.4
2001	45	3275	11.4	2015	78	17830	20.9
2002	46	2842	9.5	2016	79	19300	21.5
2003	45	2976	9.2	2017	81	21852	22.7

المصدر: المعهد الوطني للإحصاء تونس

نلاحظ من خلال الجدول تحسن في مؤشرات السوق المالي التونسي منذ بداية سنة 1990 التي عرفت الانطلاقة الحقيقية لنشاط السوق المالي التونسي، حيث عرفت عدد الشركات المدرجة في السوق المالي ارتفاعا متزايد على طول الفترة فبعدما كان في سنة 1990 13 شركة أصبح في سنة 2017 81 شركة، أما فيما يخص رأس مال البورصة عرف كذلك تزايد على طول الفترة حيث كان في سنة 1990 533 مليون دينار أصبح في سنة 2017 حوالي 21852 مليون دينار، كما نلاحظ كذلك تحسن في نسبة راس المال المتداول إلى إجمالي الناتج الداخلي الخام فبعدما كان في سنة 1990 4.1% أصبح في سنة 2017 22.7%.

المبحث الثاني: سياسة التحرير المالي في الجزائر

اعتمدت الجزائر بعد استقلالها نظام التخطيط المركزي الذي يركز على الدور الرئيسي للدولة في النشاط الاقتصادي، من أجل تسريع التنمية الاقتصادية والسيطرة على القطاعات الاستراتيجية، وقد ورثت نظام مالي وبنكي تابعاً للنظام المصرفي الفرنسي، القائم على أسس النظام الاقتصادي الليبرالي، ومن أجل فرض سياستها على هذا النظام وفصله عن النظام المصرفي الفرنسي وتحقيق الأهداف المنتظرة منه قامت بمجموعة من الإجراءات أهمها:¹

➤ إنشاء الخزينة الجزائرية في 1962/08/29 مهمتها منح القروض الاستثمارية للقطاع الاقتصادي وقروض التجهيز للقطاع الفلاحي.

➤ إنشاء البنك المركزي (BCA) في 1962/12/13 مهمته الإصدار النقدي ومراقبة تنظيم وتداول الكتلة النقدية.

➤ إنشاء الصندوق الوطني للتنمية في 1963/05/07.

➤ الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP) في 1964/08/10.

➤ إصدار العملة الوطنية (الدينار الجزائري) في 1964/04/10.

➤ تأميم البنوك الأجنبية التي كان يزيد عددها عن 20 بنكا ابتداءً من 1967.

لكن رغم هذه الإجراءات عجزت البنوك الوطنية عن تمويل الاستثمارات المخططة، وزيادة متطلباتها على الخزينة العمومية، لهذا قامت سنة 1971 بمجموعة من الإصلاحات المالية التي تهدف إلى إعادة النظر في قنوات التمويل.

وفي بداية الثمانينات تمت إعادة هيكلة مؤسسات القطاع العام بما فيها القطاع المصرفي تماشياً مع إصلاح المؤسسات الاقتصادية الأخرى، ولكن نتيجة الأزمة النفطية التي تعرضت لها الجزائر سنة 1986 والتي شهدت انخفاض شديد في أسعار البترول الأمر الذي أثر على مداخيل الجزائر، ودفعها إلى تطبيق برنامج إصلاحى واسع والانتقال من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق وذلك مباشرة بمجموعة من الإصلاحات الاقتصادية والمالية.

¹ فهمية بديسي & مريم سرارمة، "أثر التحرير المالي على النظام المالي والبنكي الجزائري- إشارة إلى حالة السوق المالي الجزائري"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 08، ديسمبر 2017، ص: 05

المطلب الأول: أشكال سياسة الكبح المالي في الجزائر

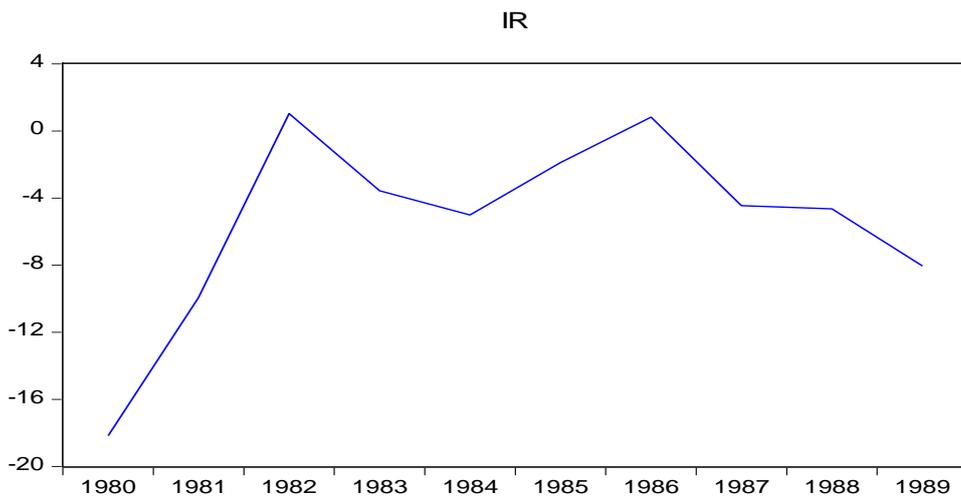
عرفت سياسة التحرير المالي عدة أشكال في الجزائر نعرضها فيما يلي:

أولاً: تحديد أسعار الفائدة

شهدت فترة التسيير المركزي للاقتصاد الجزائري تطبيق سياسة مميزة لأسعار الفائدة من طرف السلطات تميزت بالخصائص التالية:

- ثبات واستقرار معدلات الفائدة: حيث شهدت معدلات الفائدة الدائنة والمدنية استقرار ملحوظا لفترة طويلة وتحديدها مركزيا من طرف وزارة المالية.
- المستوى المتدني لسعر الفائدة : حيث فرضت السلطات النقدية على البنوك تحديد معدلات فائدة جد منخفضة والتي كانت في بعض الحالات سالبة لم تغطي حتى معدل التضخم الرسمي. حيث بلغت معدلات الفائدة على الودائع ما بين 2.6 % إلى 3% خلال الفترة من 1980 إلى 1989 أما معدلات الفائدة على القروض تراوحت ما بين 4% و 6%.
- كما أن أسعار الفائدة الحقيقية سالبة تقريبا على طول فترة الكبح المالي من 1980-1989 وهذا ما يوضحه الشكل البياني التالي، وذلك نتيجة القروض الممنوحة للمؤسسات العامة بتكلفة منخفضة، وسوء تخصيص الموارد المالية من طرف هذه المؤسسات.

الشكل (3-4): تطور أسعار الفائدة الحقيقية خلال الفترة من 1980-1989.



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات البنك الدولي data bank/2018

ثانيا: توزيع القروض

خلال فترة الكبح المالي كان هناك تمييز بين القروض الممنوحة للقطاع العام والقروض الممنوحة للقطاع الخاص، حيث كانت البنوك ملزمة بتقديم قروض لمؤسسات القطاع العام بفوائد منخفضة مقارنة بالقروض الممنوحة لمؤسسات القطاع الخاص وهذا ما يوضحه الجدول التالي.

الجدول (3-8): توزيع القروض بين القطاع العام والخاص خلال فترة الكبح المالي.

القطاع العام	القطاع الخاص	طبيعة القروض
5 - 8%	4.5 - 10.5%	قصيرة الأجل
5 - 7%	3.5 - 9.5%	متوسطة الأجل
3 - 6%	2.5 - 8.5%	طويلة الأجل

Source : Abd elkrim naas, "le système bancaire algérien de la décolonisation à l'économie de marché", Maisonneuve et laros, paris,2003, p108.

ثالثا: سياسة الاحتياطي الإجباري

لم يشكل معدل الاحتياطي الإجباري أداة مهمة لسياسة الكبح المالي في الجزائر لأنه في ظل سياسة الكبح المالي يكون معدل الاحتياطي الإجباري مرتفع ولكن في الجزائر إذا نظرنا إلى معدل الاحتياطي الإجباري في الجدول رقم (3-9) ، نلاحظ انخفاض قيمته التي لت تتجاوز 4% خلال الفترة من 1970-1984.

الجدول رقم (3-9): تطور معدل الاحتياطي الإجباري خلال الفترة من 1970-1984.

السنوات	1974-1970	1979-1975	1984-1980
معدل الاحتياطي الإجباري	2.19%	3.73%	1.43%

المرجع: وادة راضية، مرجع سبق ذكره، ص: 145.

رابعا: معدل إعادة الخصم

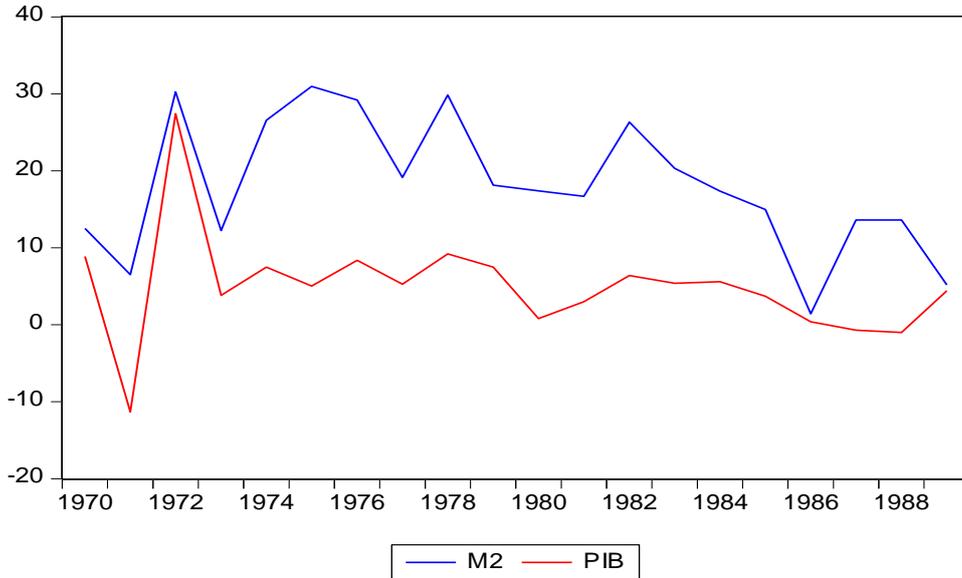
يتمثل معدل إعادة الخصم في السعر الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية مقابل خصم الأوراق التجارية، وقد عرف هذا المعدل في الجزائر ثباتا لفترة طويلة من الزمن خلال فترة السبعينات والذي لم يتجاوز 4%.

كما تميز بالتعقيد وشمل أصناف معينة من الأوراق التجارية وبأسقف مختلفة وبنسب تفضيلية لبعض القطاعات خاصة الزراعة والصناعة، فقد حازت المشاريع الزراعية اهتمام كبير في سياسة التطور في الجزائر، وكانت المعدلات المطبقة عليها الأكثر انخفاضاً ثم تأتي بعدها المشاريع الصناعية¹.

خامساً: تطور عرض النقود والنتاج الداخلي الخام

يوضح الشكل التالي تطور نمو المعروض النقدي M_2 ونمو الناتج الداخلي الخام، حيث نلاحظ من الشكل أن معدل نمو المعروض النقدي ونمو الناتج الداخلي الخام متزامن خلال الفترة من 1970-1973 ومنذ عام 1975 اتسعت الفجوة بينهما نتيجة زيادة عرض النقود بسبب الخلق النقدي المستخدم في تمويل الاقتصاد، وكذلك هشاشة النظام المصرفي في تخصيص الموارد.

الشكل رقم (3-5): تطور المعروض النقدي والناتج الداخلي الخام خلال الفترة من 1970-1989.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات البنك الدولي data bank/2018

سادساً: أسعار الصرف

شهدت الجزائر منذ استقلالها نظام التثبيت لأسعار الصرف ابتداءً من 1962 إلى غاية 1994، والذي شهد نوعين من التثبيت فكان التثبيت بالنسبة لعملة واحدة ابتداءً من 1962 إلى غاية 1973، ليتم التثبيت بالنسبة لسلة من عملات أقوى دول العالم متكونة من 14 عملة ابتداءً من 1973 إلى غاية 1994.

¹ Karim nashashibi and others, "Algeria stabilisation and transition to the market", international monetary fund, washington, 1998, p : 29.

المطلب الثاني: الإصلاحات المالية للقطاع المالي والمصرفي الجزائري

أولاً: الإصلاحات المالية الداخلية من 1986 إلى 1990

شهدت هذه الفترة صدور قانون 86-12 المؤرخ في 19/08/1986 الخاص بنظام البنوك والقرض، والقانون 88-06 الصادر في 12/01/1988 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات الاقتصادية العمومية.

وتواصلت الإصلاحات سنة 1989 من خلال منح البنوك استقلاليتها المالية لزيادة نشاطها ورفع مردودية أرباحها، وتم إنشاء سوق النقد ما بين البنوك التجارية في ماي 1989.

كما تم إصدار قانون النقد والقرض 90-10 والذي اعتبر الانطلاقة الحقيقية للتحرير المالي في الجزائر.

1- قانون القرض والبنك 86-12

تحت ضغط الأزمة النفطية التي تعرض لها الاقتصاد الجزائري سنة 1986 نتيجة انخفاض أسعار المحروقات في الأسواق العالمية، والتي تسببت في اختلال ميزان المدفوعات نتيجة انخفاض عائدات الصادرات، وأدت إلى اختلالات في النظام المالي والبنكي الذي عجز عن توفير التمويل للاقتصاد، سارعت الحكومة الجزائرية في إصدار قانون بنكي جديد سمي بقانون القرض والبنك في 19/08/1986 يهدف إلى إدخال تغيير جذري على المنظومة المصرفية وإعادة الاعتبار لدور وأهمية السياسة النقدية في تنظيم حجم الكتلة النقدية المتداولة ومراقبتها.

يمكن إيجاز أهم المبادئ والقواعد الأساسية التي تضمنها القانون فيما يلي:¹

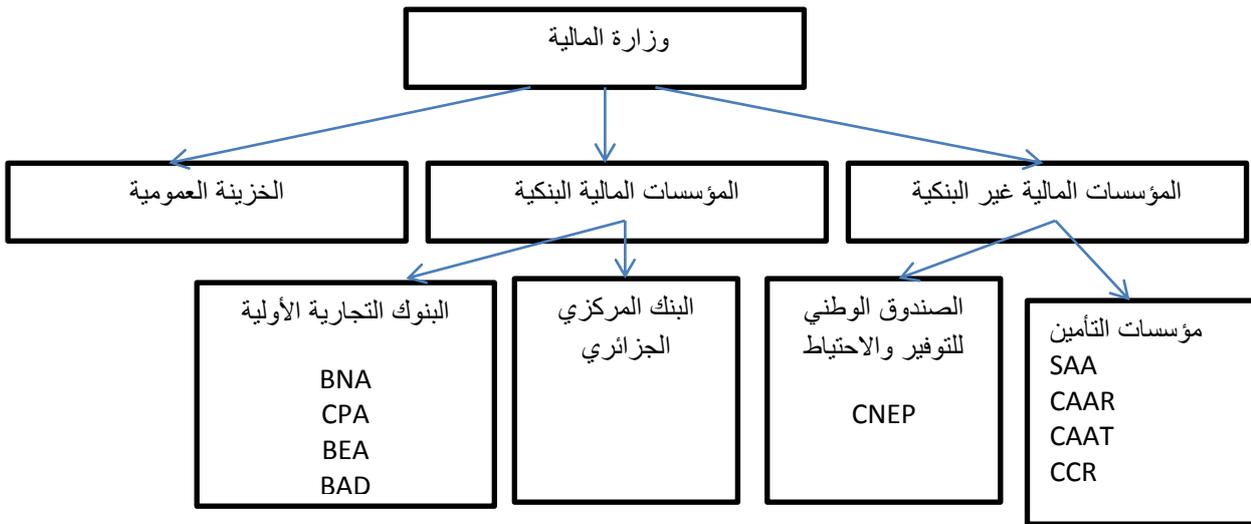
- تقليص دور الخزينة المتعاضم في تمويل الاستثمارات وإشراك الجهاز المصرفي في توفير الموارد المالية الضرورية للتنمية الاقتصادية، إلا أن القانون لم يضع آليات تنفيذ ذلك.
- أعاد القانون للبنك المركزي وظائفه التقليدية ودوره كبنك البنوك، وإن كانت هذه المهام تعوزها الآليات والأدوات التنفيذية، ومن ثم تبدو في أحيان كثيرة مقيدة.
- بموجب هذا القانون تم الفصل بين البنك المركزي كمقرض أخير وبين نشاطات البنوك التجارية، الأمر الذي سمح بإقامة نظام مصرفي على مستويين.
- أعاد القانون للمصارف ومؤسسات التمويل دورها في تعبئة الادخار وتوزيع القروض في إطار المخطط الوطني للقرض، كما سمح لها بإمكانية تسلم الودائع مهما كان شكلها ومدتها، وأصبح أيضاً بإمكانها أن تقوم بإحداث الائتمان دون تحديد مدته أو الأشكال التي يأخذها، كما

¹ بن علي بلعوز، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008، ص ص:

استعادت المصارف حق متابعة استخدام القرض وكيفية استرجاعه، والحد من مخاطره خاصة عدم السداد.

تنص مراسيم القانون على إنشاء هيئات رقابية وهيئات استشارية على النظام المصرفي. ويمكن إبراز التنظيم الجديد للجهاز البنكي والمالي وفق قانون القرض والبنك في الشكل التالي.

الشكل (3-6): الجهاز البنكي والمالي وفق قانون القرض والبنك



Source : Ammour benhalima, " le système bancaire algérien", Editions Dahlab, Algérie, 2001, p : 54.

2- قانون استقلالية البنوك 1988

رغم إجراءات قانون القرض والبنك 1988 إلا أنه لم يتمكن من التأقلم مع الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها السلطات العمومية خاصة بعد صدور القانون التوجيهي الخاص بالمؤسسات الاقتصادية العمومية، وفي هذا الإطار تم إصدار قانون استقلالية البنوك رقم 88-06 المعدل والمتمم للقانون 86-12. وتمثلت أهم المبادئ والقواعد التي استند عليها هذا القانون في:¹

➤ يعتبر البنك شخصية معنوية وتجارية تخضع لمبدأ الاستقلالية المالية والتوازن المحاسبي، وهذا يعني أن نشاط البنك يخضع ابتداءً من هذا التاريخ إلى قواعد التجارة ويجب أن يأخذ أثناء نشاطه بمبدأ الربحية والمردودية.

¹ الطاهر لطرش، "تقنيات تمويل البنوك"، الطبعة الثالثة، الديوان الوطني للخدمات الجامعية، الجزائر، 2004، ص: 195.

- يمكن للمؤسسات المالية غير المصرفية أن تقوم بعمليات التوظيف المالي كالحصول على أسهم أو سندات صادرة عن مؤسسات تعمل داخل التراب الوطني أو خارجه.
- يمكن لمؤسسات القرض أن تلجأ إلى الجمهور من أجل الاقتراض على المدى الطويل، كما يمكنها أن تلجأ إلى طلب ديون خارجية.
- على المستوى الكلي تم دعم البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية.
- إنشاء مؤسسات مالية جديدة كالمؤسسات الاستثمارية.
- إلغاء نظام الرخص العامة للاستيراد وتعويضه بميزانية العملة الصعبة.
- كما تم إعادة تقييم العلاقة التي تربط البنك المركزي بالخبزينة العمومية، فقد اعتبرها قانون 1988 مجرد أداة لتنفيذ ميزانية الحكومة.

3- قانون النقد والقرض 90-10

تفاديا للقصور الذي وقعت فيه السلطات الجزائرية خلال مرحلة الإصلاحات السابقة وتماشيا مع سياسة التحول نحو اقتصاد السوق والاندماج في الاقتصاد العالمي، قامت بإصدار قانون جديد سمي بقانون النقد والقرض 90-10 والذي كان عبارة عن نقطة تحول والانطلاقة الحقيقية للتحرير المالي في الجزائر. لقد وضع قانون النقد والقرض النظام المصرفي على مسار تطور جديد تميز بإعادة تنشيط وظيفة الوساطة المالية وإبراز دور النقد والسياسة النقدية ونتج عنه تأسيس نظام مصرفي ذو مستويين، وأعيد للبنك المركزي كل صلاحياته في تسيير النقد والائتمان في ظل استقلالية واسعة وللبنوك التجارية وظائفها التقليدية بوصفها أعوانا اقتصادية مستقلة، كما تم فصل ميزانية الدولة عن الدائرة النقدية من خلال وضع سقف لتسليف البنك المركزي لتمويل عجز الميزانية مع تحديد مدتها واسترجاعها إجباريا في كل سنة، وكذا إرجاع ديون الخبزينة العمومية تجاه البنك المركزي المتراكمة وفق جدول يمتد على 15 سنة، وإلغاء الاكتتاب الإجباري من طرف البنوك التجارية لسندات الخبزينة العامة ومنع كل شخص طبيعي ومعنوي غير البنوك والمؤسسات المالية من أداء هذه العمليات¹.

- أهداف قانون النقد والقرض: هدف قانون النقد والقرض 90-10 الصادر في 14/04/1990 إلى تحقيق ما يلي:²

¹ بن علي بلعزوز & عاشور كتوش، "دراسة لتقييم انعكاس الإصلاحات الاقتصادية على السياسة النقدية"، الملتقى الدولي حول السياسات الاقتصادية في الجزائر الواقع والأفاق، جامعة تلمسان، 29-30 أكتوبر 2004، ص: 08.

² Ammour benhalima, référence déjà cité, p : 86

- وضع حد لتدخل الحكومة في القطاع المالي والمصرفي.
 - التخلص نهائيا من مصادر المديونية والتضخم ومختلف أشكال التسربات.
 - إعادة تقييم العملة الوطنية بما يخدم الاقتصاد .
 - تشجيع الاستثمارات والسماح بخلق بنوك وطنية خاصة وأجنبية.
 - تدعيم دور البنوك في تحديد أسعار الفائدة.
 - إنشاء السوق النقدية الجزائرية.
- مبادئ قانون النقد والقرض: من أهم المبادئ التي جاء بها قانون النقد والقرض ما يلي:

➤ الفصل بين الدائرة النقدية والدائرة الحقيقية:¹

كانت القرارات النقدية تتخذ تبعا للقرارات الحقيقية على أساس كمي حقيقي في هيئة التخطيط، وتبعاً لذلك لم تكن أهداف نقدية بحتة، بل أن الهدف الأساسي هو تعبئة الموارد اللازمة لتمويل البرامج الاستثمارية المخططة.

وقد تبنى هذا القانون مبدأ الفصل بين الدائرتين النقدية والحقيقية حتى تتخذ القرارات على أساس الأهداف النقدية التي تحددها السلطة النقدية وبناء على الوضع النقدي السائد.

➤ الفصل بين الدائرة النقدية والدائرة المالية:

بموجب قانون النقد والقرض لم تعد الخزينة العمومية حرة في الوصول إلى البنك المركزي لتمويل عجزها من خلال استخدام الموارد المالية المتاحة لدى البنك المركزي.

وتوضح المادة 78 من قانون النقد والقرض العلاقة بين البنك المركزي والخزينة العمومية، والتي تنص على أنه يمكن للبنك المركزي أن يمنح الخزينة مكشوفات بالحساب الجاري لمدة أقصاها 240 يوم متتالية أو غير متتالية خلال السنة الواحدة على أن يتم ذلك على أساس تعاقدية وفي حد أقصاه 10% من الإيرادات العادية للدولة المثبتة خلال السنة المالية السابقة.²

وقد سمح هذا المبدأ بتحقيق الأهداف التالية:³

- استقلال البنك المركزي عن الدور المتعاضم للخزينة.
- تقليص ديون الخزينة اتجاه البنك المركزي وتسديد الديون السابقة المتركمة.
- الحد من الآثار السلبية للمالية العامة على التوازنات النقدية.

¹ بن علي بلعوز ، "محاضرات في النظريات والسياسات النقدية"، مرجع سبق ذكره، ص: 187.

² قانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض المؤرخ في 14/04/1990 الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 16.

³ بن علي بلعوز، "محاضرات في النظريات والسياسات النقدية"، مرجع سبق ذكره، ص: 187.

- تراجع التزامات الخزينة في تمويل الاقتصاد.

➤ الفصل بين دائرة الميزانية ودائرة الائتمان:

بموجب قانون النقد والقرض أبعدت الخزينة العمومية عن تمويل الاقتصاد ليقتصر دورها على تمويل الاستثمارات العمومية المخططة من طرف الدولة، وأصبح الجهاز المصرفي هو المسؤول عن منح القروض وقد سمح هذا المبدأ بتحقيق مجموعة من الأهداف:

- تقليص دور الخزينة في عملية تمويل الاقتصاد.
- استعادة البنوك والمؤسسات المالية لوظائفها التقليدية وخاصة تلك المتمثلة في منح القروض.
- كما أصبح توزيع القروض يخضع للحدوى الاقتصادية للمشاريع وليس للقواعد الإدارية.

➤ إنشاء سلطة نقدية وحيدة ومستقلة¹:

كانت السلطة النقدية في ظل القوانين السابقة موزعة بين مستويات عدة، حيث أن وزارة المالية كنت تتصرف على أساس أنها السلطة النقدية والخزينة العمومية تلجأ في أي وقت إلى البنك المركزي للحصول على تمويل كما لو أنها السلطة النقدية الوحيدة، والبنك المركزي كان يمثل بطبيعة الحال سلطة نقدية لاحتكاره امتياز الإصدار النقدي، فباختصار كانت السلطة النقدية مشتتة بين الخزينة العمومية، وزارة المالية، البنك المركزي فجاء قانون النقد والقرض ليلغي التعدد الحاصل في مراكز السلطة النقدية بحيث حصر السلطة النقدية في جهة واحدة متمثلة في مجلس النقد والقرض وذلك بهدف:

- ضمان انسجام السياسة النقدية.
- ضمان تنفيذ السياسة النقدية لأهدافها النقدية.
- حصرها في جهة واحدة من أجل ضمان التحكم في تسيير النقد وتفاذي التعارض بين الأهداف النقدية.

- أهم التعديلات التي طرأت على قانون النقد والقرض 90-10:

- الأمر 01-01: أول تعديل لقانون 90-10 كان بصدر الأمر 01-01 بتاريخ 2001/02/27 الذي مس الجانب الإداري في تسيير البنك دون المساس بمضمون القانون، حيث يهدف إلى تقسيم مجلس النقد والقرض إلى جهازين:

➤ مجلس الإدارة الذي يشرف على إدارة وتسيير شؤون البنك المركزي.

¹ طاهر لطرش، "تقنيات تمويل البنوك"، مرجع سبق ذكره، ص: 198.

➤ مجلس النقد والقرض الذي تولى عن دوره كمجلس إدارة لبنك الجزائر وكلف بأداء دور السلطة النقدية.

وأصبح مجلس النقد والقرض بموجب الأمر 01-01 يتكون من:

➤ أعضاء مجلس إدارة بنك الجزائر.

➤ ثلاث شخصيات يختارون بحكم كفاءتهم في المسائل النقدية والاقتصادية وهكذا أصبح عدد أعضاء المجلس عشرة بدلا من سبعة أعضاء.

- الأمر 11-03: إن إفلاس بنك الخليفة والبنك الصناعي والتجاري بيّن عدم فعالية أدوات الرقابة والإشراف التي يديرها بنك الجزائر، لهذا جاء التعديل الثاني لقانون 90-10 بصدور الأمر 11-03 في أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض والذي وضع هيكل البنك وتنظيمه وعملياته، ومهام ووظائف مجلس الإدارة الذي يعتبر السلطة التشريعية القائمة على إصدار النصوص والقواعد التنظيمية المطبقة في بنك الجزائر، كما تم بموجب هذا الأمر توسيع مهام مجلس النقد والقرض كسلطة نقدية، كما أوكلت له مهمة حماية زبائن البنوك والمؤسسات المالية في مجال المعاملات المصرفية وتدعيم التشاور والتنسيق ما بين بنك الجزائر والحكومة فيما يخص الجانب المالي.

- تعديلات قانون النقد والقرض 2009: جاء هذا التعديل لتكملة النقائص التي شهدتها الأمر 11-03، حيث تم تغيير نمط التسجيل المحاسبي والرغبة في تحديث الخدمات للبنوك للتكيف مع البيئة الدولية.

- تعديل قانون النقد والقرض 2017: جاء هذا الإصلاح ليعدل ويتمم الأمر 11-03 وذلك من خلال إدراج المادة 45 مكرر والتي تنص على أنه بغض النظر على حكم مخالف، يقوم بنك الجزائر ابتداء من دخول هذا الحكم حيز التنفيذ بشكل استثنائي ولمدة خمس سنوات بشراء مباشر من الخزينة للسندات المالية التي تصدرها هذه الأخيرة من أجل المساهمة في ثلاث عمليات، أولها تغطية احتياجات تمويل الخزينة وثانيها تمويل الدين العمومي الداخلي وآخرها تمويل الصندوق الوطني للاستثمار، كما أن هذه الآلية توضع لمرافقة إنجاز برنامج الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية والميزانية، والتي ينبغي أن تفضي في نهاية فترة الخمس سنوات كأقصى تقدير إلى استعادة توازنات خزينة الدولة وتوازن ميزان المدفوعات، وحسب النص دائما فآليات متابعة تنفيذ هذا الحكم من طرف الخزينة وبنك الجزائر سيتم تحديدها عن طريق نصوص تنظيمية¹.

¹ منتدى رؤساء المؤسسات، 10 سبتمبر 2017، الجزائر، ص:22.

ثانيا: الإصلاحات المالية المبرمة مع مؤسسات النقد الدولية

عرف الاقتصاد الجزائري خلال سنوات الثمانينات العديد من المشاكل الاقتصادية التي وقفت أمام تقدمه في مجال التنمية الاقتصادية، وتعود هذه المشاكل إلى أزمة المحروقات لسنة 1986، وارتفاع حجم الواردات من السلع والخدمات، الأمر الذي أدى عجز ميزان المدفوعات وتفاقم حجم المديونية وارتفاع معدلات خدمة الدين، وزيادة حدة التضخم وارتفاع حجم البطالة، كل هذه الصعوبات دفعت السلطات الجزائرية إلى تبني استراتيجية شاملة للإصلاح الاقتصادي بالاتفاق مع مؤسسات النقد الدولية، بعدما فشلت الإصلاحات الذاتية في معالجة هذه المشاكل.

1- برنامج الاستعداد الائتماني الأول (1989-1991):

من أجل حصول الجزائر على القروض والمساعدات لحل مشاكلها الاقتصادية وقعت الجزائر على اتفاقيتين الأولى كانت في ماي 1989 حيث تعهدت فيه الحكومة الجزائرية لأول مرة على تنفيذ برامج التكيف والاستقرار، وعلى ضوء ذلك تدعم طرح صندوق النقد الدولي في إعادة تكييف الاقتصاد الجزائري، فكانت أولى الخطوات تحرير التجارة الخارجية والمدفوعات بإلغاء التخصيص المركزي للنقد الأجنبي، وإنهاء احتكار الدولة للتجارة الخارجية كما بدأت خطوات الاعتماد على آليات العرض والطلب في تحديد أسعار الفائدة وأسعار الصرف.¹

أما الاتفاق الثاني كان في جوان 1991، وقد كانت أهم الإجراءات التي اتفقت عليها الجزائر مع صندوق النقد الدولي هي:²

- إصلاح المنظومة المالية بما فيها إصلاح النظام الضريبي والجمركي والاستقلالية المالية للبنك المركزي.
- تخفيض قيمة سعر الصرف وإعادة الاعتبار للدينار الجزائري.
- تحرير التجارة الخارجية وكذا الداخلية والعمل على رفع صادرات النفط.
- تشجيع أنواع الادخار والتخفيض من الاستهلاك.
- تحرير أسعار السلع والخدمات والحد من تدخل الدولة وضبط عملية دعم السلع واسعة الاستهلاك بتقليل الإعانات.
- إصدار بعض التشريعات التي تحدد شروط التدخل في نطاق التجارة الداخلية والخارجية من استيراد وتصدير وفتح حسابات بالعملة الصعبة وتنظيم تجارة الجملة.

¹ بظاهر علي، "سياسات التحرير والإصلاح الاقتصادي في الجزائر"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، الشلف، المجلد الأول، العدد الأول، 2004، ص: 182.

² مدني بن شهرة، "الإصلاح الاقتصادي وسياسة التشغيل"، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 132.

لكن رغم ما تضمنته هذه الاتفاقيات من إجراءات صارمة إلا أن السلطات الجزائرية تراخت عن تلك الاتفاقيات، حيث فشلنا في تحقيق أهدافهما.

2- برنامج التعديل الهيكلي من 1994 - 1998:

بعد فشل الاتفاقيتين السابقتين في تحقيق أهدافهما وتحت ضغط الأزمة الاقتصادية والمالية والأمنية وجدت السلطات الجزائرية نفسها مرغمة إلى اللجوء مرة ثالثة إلى المؤسسات النقدية الدولية وإبرام اتفاقية في إطار برنامج التعديل الهيكلي ممتدة على مرحلتين: مرحلة التثبيت الهيكلي من 22 ماي 1994 إلى 21 ماي 1995، ومرحلة برنامج التعديل الهيكلي من 22 ماي 1995 إلى 21 ماي 1998. كان يهدف برنامج التثبيت والتعديل الهيكلي إلى إصلاحات عميقة تشمل جميع القطاعات وجميع المتغيرات الاقتصادية، السياسة النقدية، نظام الصرف، سعر الفائدة، ميزان المدفوعات، المنظومة المصرفية والقطاع المالي، المالية العامة، الضرائب، الرسوم الجمركية، التجارة الخارجية، الأسعار وإصلاح المؤسسات العمومية، تنمية القطاع الخاص، قطاع الفلاحة، البناء.¹

➤ أهداف برنامج التثبيت : يسعى برنامج التثبيت الذي امتد لمدة سنة إلى تحقيق الأهداف التالية:²

- تعديل سعر الصرف ليصل إلى 36 دج للدولار، أي تخفيض 40.17%.
- ضرورة الاحتفاظ بمستوى أدنى من موارد الدفع الخارجي عن طريق إعادة الجدولة والقروض الخاصة المحصل عليها من صندوق النقد الدولي والبنك العالمي ومؤسسات أخرى والاقتراض من الأسواق المالية والبنوك.
- القيام بإجراءات تحرير التجارة الخارجية لتقوية التكامل الاقتصادي.
- تخفيض عجز الميزانية عن طريق البحث عن التوازن بين الموارد والاستخدامات .
- تطهير البنوك والمؤسسات العمومية لحفظ العمالة وتشجيع الإنتاج ومتابعة إجراءات إعادة الهيكلة.
- خفض وتيرة الإصدار النقدي وهذا باختيار إعادة التمويل ورفع سعر الفائدة لتصل كحد أقصى إلى 23.5% في جوان 1994، وتقل سعر الفائدة على الادخار من 10% إلى 14% سنويا ومن 12% إلى 20% بالنسبة للإيداعات لمدة في حساب أو سندات صندوق الممتدة من ثلاثة أشهر إلى 10 سنوات.

¹ بلعوز بن علي، "محاضرات في النظريات و السياسات النقدية"، مرجع سبق ذكره، ص: 194.

² راتول محمد، "تحولات الدينار الجزائري وإشكالية التخفيضات المتتالية وفق نظرية أسلوب المرونات"، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية- الواقع والتحديات-، جامعة الشلف، ديسمبر 2004، ص: 333.

- أهداف برنامج التعديل الهيكلي: يعتبر هذا البرنامج أوسع وأشمل من برنامج التثبيت يمتد لمدة ثلاثة سنوات وقد كانت أهم أهدافه ما يلي:¹
- التحكم في المعروض النقدي للحد من التضخم.
 - تحرير معدلات الفائدة المدينة للبنوك، مع رفع معدلات الفائدة الدائنة على الادخار وبالتالي تحقيق أسعار فائدة حقيقية موجبة.
 - توفير الشروط اللازمة لتحرير التجارة الخارجية، تمهيدا للانضمام للمنظمة العالمية للتجارة ومن ثم الاندماج في العولمة الاقتصادية.
 - رفع احتياطات الصرف بغرض دعم القيمة الخارجية للعملة.
 - التحضير لإنشاء سوق للأوراق المالية بإنشاء لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، وشركة تسيير سوق القيم.
 - مراقبة الحسابات البنكية التجارية العمومية بالتعاون مع البنك العالمي خلال الفترة 1996/1994 والسماح للمشاركة الأجنبية الاستثمار في البنوك الجزائرية.
- لقد أسفر تطبيق برنامجي التثبيت والتعديل الهيكلي عن معالجة بعض مظاهر الاختلال في العديد من الميادين، ويوضح الجدول التالي تطور أهم المؤشرات الاقتصادية خلال فترة التعديل الهيكلي.

الجدول(3-10): تطور أهم المؤشرات الاقتصادية الكلية خلال الفترة من 1994-1998.

السنوات	1994	1995	1996	1997	1998
نمو اقتصادي %	-0.9	3.9	4	1.1	4.5
صادرات	8.9	10.2	13.2	13.8	10.1
واردات	9.2	10.4	9.1	8.1	8.6
ديون خارجية	29.5	31.6	33.7	31.2	30.5
احتياطي الصرف	1.1	2.3	4.5	8.3	7
سعر البرميل من البترول	16.3	17.6	21.7	19.5	12.9
معدل التضخم	29.0	29.8	18.7	5.7	5.0

المصدر: بن علي بلعزوز، "محاضرات في النظريات والسياسات النقدية"، مرجع سبق ذكره، ص: 219.

¹ بلعزوز بن علي & كتوش عاشور، "واقع المنظومة المصرفية الجزائرية ومنهج الإصلاح"، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحول الاقتصادي-الواقعي والتحديات-، جامعة الشلف، ديسمبر 2004، ص: 498-499.

المطلب الثالث: أثر إصلاحات التحرير المالي على المؤشرات المالية والنقدية في الجزائر منذ بداية التسعينات وبعد أن اتبعت الجزائر منهج التحرير المالي كسياسة لإصلاح نظامها المالي والمصرفي والذي تجلّى في ظهور قانون النقد والقرض 90-10، عرفت الجزائر تطورات هامة في مؤشرات المالية والنقدية، لهذا سنحاول التعرض لأهم هذه التطورات خلال الفترة من 1990-2018.

أولاً: تحرير معدلات الفائدة

مع صدور قانون النقد والقرض 90-10 وبناءً على الإصلاحات التي اقترحتها صندوق النقد الدولي اعتمدت السلطات النقدية سياسة التحرير التدريجي لمعدلات الفائدة متبعة في ذلك منهج Mackinon و Shaw في تحرير القطاع المالي.

كان الهدف الرئيسي من تحرير معدلات الفائدة في الجزائر هو الحصول على معدلات فائدة حقيقية موجبة وإعطاء أحسن تعويض للادخار بغرض تعبئته وتوجيهه نحو تمويل الاستثمار. وفيما يلي عرض لتطور معدلات الفائدة في الجزائر.

الجدول رقم (3-11): تطور معدلات الفائدة في الجزائر من 1990 إلى 2016.

السنوات	سعر الفائدة على الودائع	سعر الفائدة على القروض	السنوات	سعر الفائدة على الودائع	سعر الفائدة على القروض
1990	8	11.17	2004	3.64	8
1991	8	12.67	2005	1.93	8
1992	8	14	2006	1.75	8
1993	8	14	2007	1.75	8
1994	12	16	2008	1.75	8
1995	16.58	18.41	2009	1.75	8
1996	14.50	19	2010	1.75	8
1997	12.60	15.70	2011	1.75	8
1998	9.12	11.50	2012	1.75	8
1999	8.25	10.75	2013	1.75	8
2000	7.5	10	2014	1.75	8
2001	6.25	9.50	2015	1.75	8
2002	5.33	8.58	2016	1.75	8
2003	5.25	8.12	/	/	/

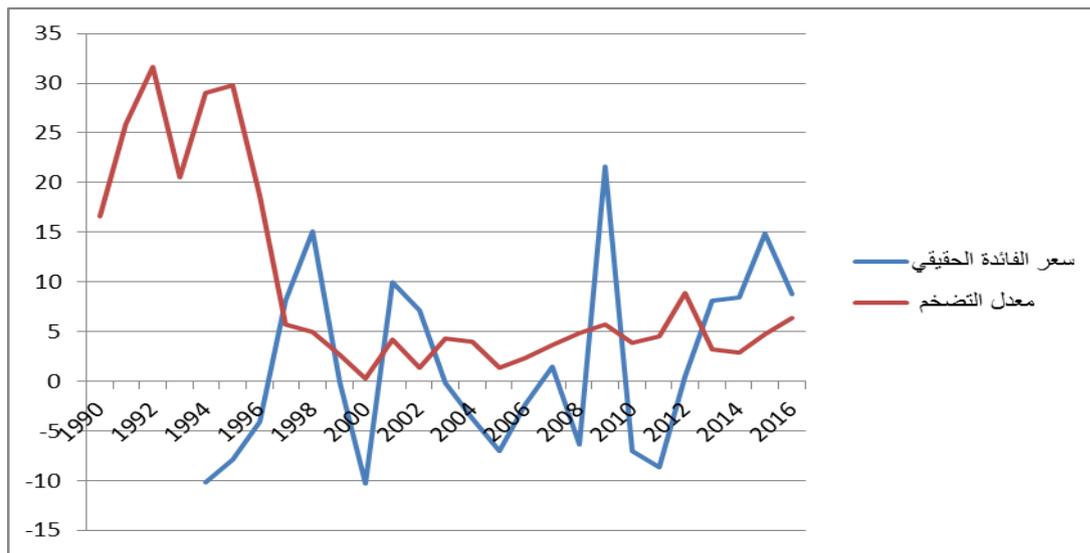
المصدر: بيانات البنك الدولي WDI.

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن معدلات الفائدة المدينة عرفت ثلاث مراحل من التطور، المرحلة الأولى من 1990 إلى غاية 1996 تميزت بارتفاع معدلات الفائدة بشكل كبير فبعد أن كانت في سنة 1990 %8 أصبحت في سنة 1996 14.50%، أما المرحلة الثانية من 1997 إلى 2005 شهدت انخفاض تدريجي في معدلات الفائدة المدينة فبعد أن كانت 12.60% في سنة 1997 أصبحت في سنة 2005 1.93%، أما المرحلة الثالثة فقد شهدت استقرار في معدلات الفائدة ابتداء من 2006 إلى غاية سنة 2016 والتي ثبتت عند قيمة 1.75%.

أما فيما يخص معدلات الفائدة الدائنة عرفت ارتفاعا كبيرا من سنة 1990 إلى غاية 1996 فبعد أن كانت 11.17% سنة 1990 أصبحت حوالي 19% سنة 1996 لتتخف بعد ذلك ابتداء من 1997 إلى غاية 2003 حيث وصلت في سنة 2003 إلى 8.12% لتشهد استقرارا ابتداء من 2004 إلى غاية 2016 في حدود 8%.

أما أسعار الفائدة الحقيقية فقد كانت سالبة خلال الفترة من 1990 إلى غاية 1996 (الشكل رقم (3-7)) نتيجة ارتفاع معدل التضخم خلال نفس الفترة حيث بلغ 29.77% سنة 1995 لينخفض معدل التضخم بعد ذلك مسجلا نقطة التحول في معدلات الفائدة الحقيقية التي أصبحت موجبة لأول مرة بداية من سنة 1997، ويعود ذلك إلى تطبيق برنامج التعديل الهيكلي المسطر من قبل صندوق النقد الدولي نتيجة تطبيق سياسة نقدية ومالية صارمة.

الشكل رقم (3-7): تطور معدل التضخم وسعر الفائدة الحقيقي خلال الفترة من 1990-2016.

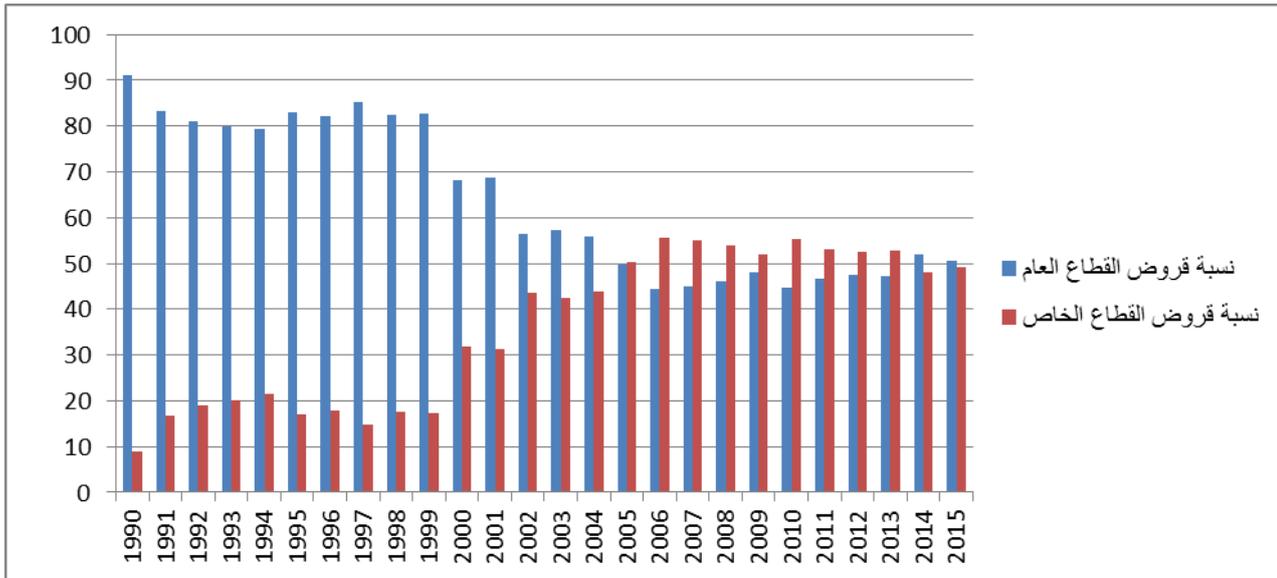


المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي Data bank.

ثانيا: توزيع القروض

من خلال ملاحظة توزيع القروض حسب القطاعات من الشكل رقم (3-8) نجد أنه خلال الفترة من 1990 إلى غاية 1999 معظم القروض المقدمة للاقتصاد كانت موجهة للقطاع العام حيث فاقت نسبتها 80% على طول الفترة، على عكس القروض الموجهة للقطاع الخاص التي تميزت بالثبات النسبي في حدود 18%، لكن بعد سنة 1999 عرفت نسبة القروض الموجهة للقطاع العام انخفاض تدريجي وصل إلى 46% سنة 2008 وفي المقابل شهدت القروض الموجهة للقطاع الخاص ارتفاعا نسبي وصل إلى أقصى قيمة له سنة 2006 بـ 55.5% وهذا من أجل توسيع مشاركته في النشاط الاقتصادي وتعزيز دوره في تحقيق النمو الاقتصادي، وهذا يشكل نقلة نوعية للنظام المالي الجزائري والتركيز على المردودية الاقتصادية للمشاريع الممولة.

الشكل رقم (3-8): نسب توزيع القروض حسب القطاعات



المصدر: النشرات الإحصائية الثلاثية لبنك الجزائر.

ثالثا: معدل إعادة الخصم

شهد معدل إعادة الخصم عدة تغيرات بعد صدور قانون النقد والقروض 90-10 حيث قام بنك الجزائر برفع النسبة من 10.5% سنة 1990 إلى 15% سنة 1994 نتيجة الإصلاحات المبرمة مع صندوق النقد الدولي، لينخفض بعد ذلك تدريجيا ليصل إلى 4% سنة 2004 وذلك نتيجة فائض السيولة التي عرفها السوق النقدي ويوضح الجدول التالي تطور لمعدل إعادة الخصم خلال الفترة من 1990-2016.

الجدول رقم (3-12): تطور معدل الخصم خلال الفترة من 1990-2016.

السنوات	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
معدل إعادة الخصم	10.5	11.5	11.5	11.5	15	14	13	11	9.5	8.5	6	6	5.5	4.5
السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	-
معدل إعادة الخصم	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	/

المصدر: بنك الجزائر

رابعاً: تطور الكتلة النقدية والنتائج المحلي الإجمالي

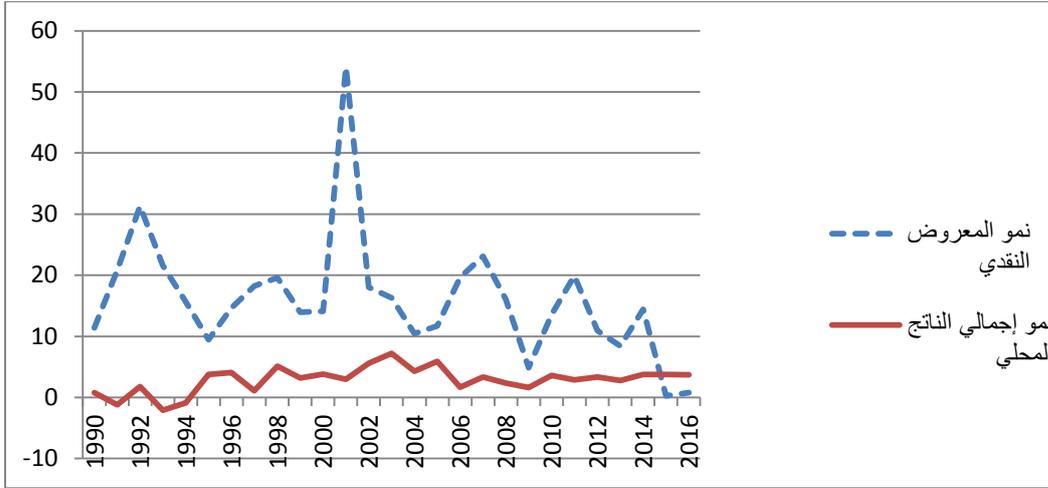
يعتبر التحكم في نمو الكتلة النقدية من بين أهم أهداف سياسة التحرير المالي في الجزائر بهدف تحقيق الاستقرار النقدي لذا سنقوم بعرض تطور معدل نمو المعروض النقدي والنتائج الداخلي الخام في الجزائر من خلال الجدول التالي.

الجدول (3-13): تطور المعروض النقدي والنتائج المحلي الإجمالي خلال الفترة من 1990-2016.

السنوات	نمو المعروض النقدي	نمو إجمالي الناتج المحلي	M2/PIB	السنوات	نمو المعروض النقدي	نمو إجمالي الناتج المحلي	M2/PIB
1990	11.40	4.30	61.77	2004	10.45	4.30	59.26
1991	20.8	5.90	49.11	2005	11.69	5.90	53.82
1992	31.27	1.68	51.94	2006	19.64	1.68	57.28
1993	21.6	3.37	50.10	2007	23.09	3.37	64.09
1994	15.7	2.36	45.31	2008	16.03	2.36	62.98
1995	9.46	1.63	37.16	2009	4.84	1.63	73.16
1996	14.64	3.63	33	2010	13.54	3.63	69.05
1997	18.25	2.89	36.08	2011	19.90	2.89	68.06
1998	19.57	3.37	42.37	2012	10.93	3.37	67.95
1999	13.94	2.76	42.20	2013	8.40	2.76	71.71
2000	14.13	3.78	37.82	2014	14.42	3.78	79.24
2001	54.05	3.76	56.84	2015	0.29	3.76	82.59
2002	18.05	3.70	62.72	2016	0.81	3.70	80.88
2003	16.30	/	62.81	/	/	/	/

المصدر: بيانات البنك الدولي data bank.

الشكل رقم (3-9): تطور المعروض النقدي والناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة من 1990-2016.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (3-13) والشكل رقم (3-9) أنه خلال الفترة من 1990 إلى 1993 عرف معدل نمو الكتلة النقدية M2 ارتفاعا متزايد حيث بلغ في سنة 1993 21.6%، لكن شهد انخفاضا ابتداء من سنة 1994 وذلك نتيجة السياسة النقشفية التي اتبعتها الجزائر في إطار الإصلاحات المالية مع صندوق النقد الدولي والتي تمثلت في تخفيض عجز الميزانية وتجميد الأجور، وتخفيض العملة وتقليص حجم الإنفاق العام.

لكن سنة 2001 شهدت ارتفاع محسوس لمعدل نمو المعروض النقدي حيث وصل إلى 54.05% وهذا راجع إلى تطبيق سياسة الإنعاش الاقتصادي حيث تم ضخ كتلة نقدية كبيرة في الاقتصاد، وابتداء من سنة 2002 انخفض هذا المعدل إلى غاية سنة 2016 أين وصل إلى 0.81%.

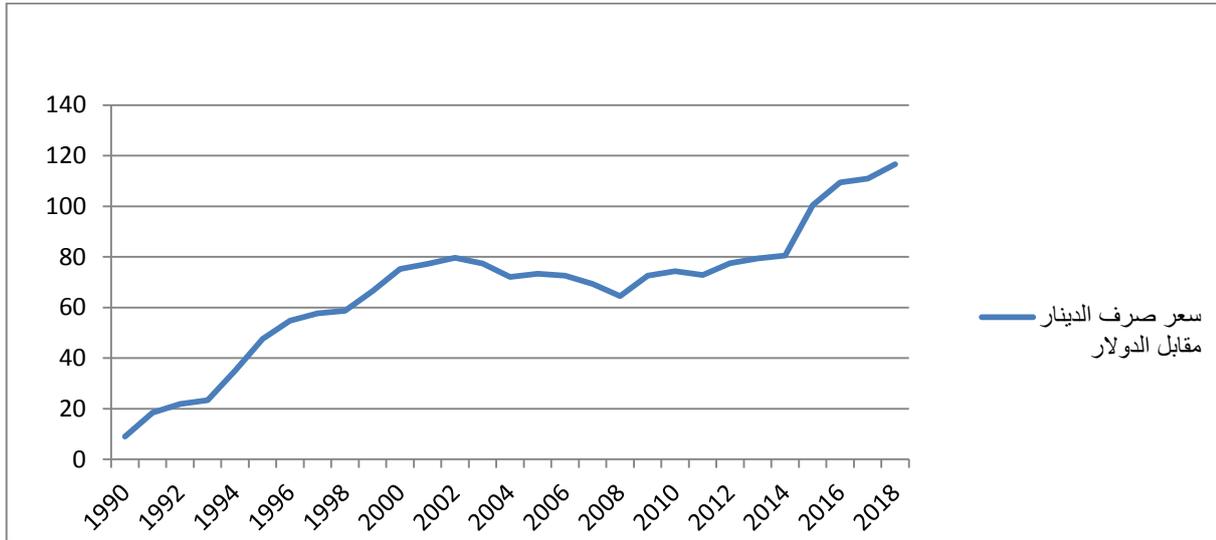
كما نلاحظ اتساع الفجوة بين نمو المعروض النقدي والناتج المحلي الإجمالي هذا الأخير الذي بقيت نسبته منخفضة جدا حيث سجل معدلات سالبة في سنوات: 1991-1993-1994.

أما فيما يخص النسبة M2/PIB والتي تعبر عن سيولة الاقتصاد فهي مرتفعة جدا حيث وصلت في سنة 1992 إلى 51.94% وسنة 2013 62.81%، وتدلل هذه النسبة على أن الاقتصاد الجزائري يتم تمويله بطرق تضخمية.

خامسا: تحرير أسعار الصرف

اتخذت السلطات النقدية الجزائرية عدة تدابير لتحرير سعر الصرف، حيث أعلنت رغبتها منذ منتصف 1990 التوصل إلى قابلية تحويل الدينار بالنسبة للمعاملات الجارية بعد ثلاث سنوات أي نهاية 1993 أو بداية 1994 على أن تتم هذه العملية بشكل تدريجي واحترافي، وفي سنة 1991 قرر مجلس النقد والقرض تخفيض سعر صرف الدينار بنسبة 22% وفي أبريل 1994 بنسبة 40.17% ومع بداية سنة 1996، تم إنشاء سوق ما بين البنوك للعملة الصعبة من شأنه أن يسمح للبنوك التجارية بعرض العملة الصعبة بحرية لزيائتها، كما تم إلغاء نظام الحصص المحددة ابتداءً من جانفي 1996¹.

الشكل (3-10): تطور سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي من 1990-2018



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات بنك الجزائر.

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار شهد انخفاض كبير خلال فترة الإصلاحات الاقتصادية، حيث قامت السلطات الجزائرية بأول تخفيض رسمي للدينار في سبتمبر 1991 وذلك من أجل التقريب بين سعر الدينار في السوق الرسمي وسعره في السوق الموازي.

وأجرت التخفيض الثاني في سنة 1994 والذي كان في إطار برنامج التعديل الهيكلي مع صندوق النقد الدولي، واستمر سعر صرف الدينار في الانخفاض إلى غاية 2002 أين وصل إلى 79.68 دينار للدولار الأمريكي ليرتفع بعد ذلك في سنة 2003 إلى غاية سنة 2009 أين سجل 72.64 دينار للدولار

¹ رميدي عبد الوهاب & بوضيف مختار، "أثر التحرير المالي على السياسة النقدية في الجزائر للفترة من (1990-2010)", مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، المجلد 1، العدد 10، 2014، ص ص : 76-77.

الأمريكي، لتعود موجة الانخفاضات ابتداء من 2011 إلى غاية 2018 بسبب الأزمة المالية لسنة 2009 ونقص المداحيل، ومن بين كذلك أسباب انخفاض قيمة الدينار هو انخفاض مستويات الإنتاج والإنتاجية والاستمرار في ضخ الأموال في سوق الصرف الأمر الذي أدى إلى ارتفاع معدل الضخم.

سادسا: تحرير حساب رأس المال

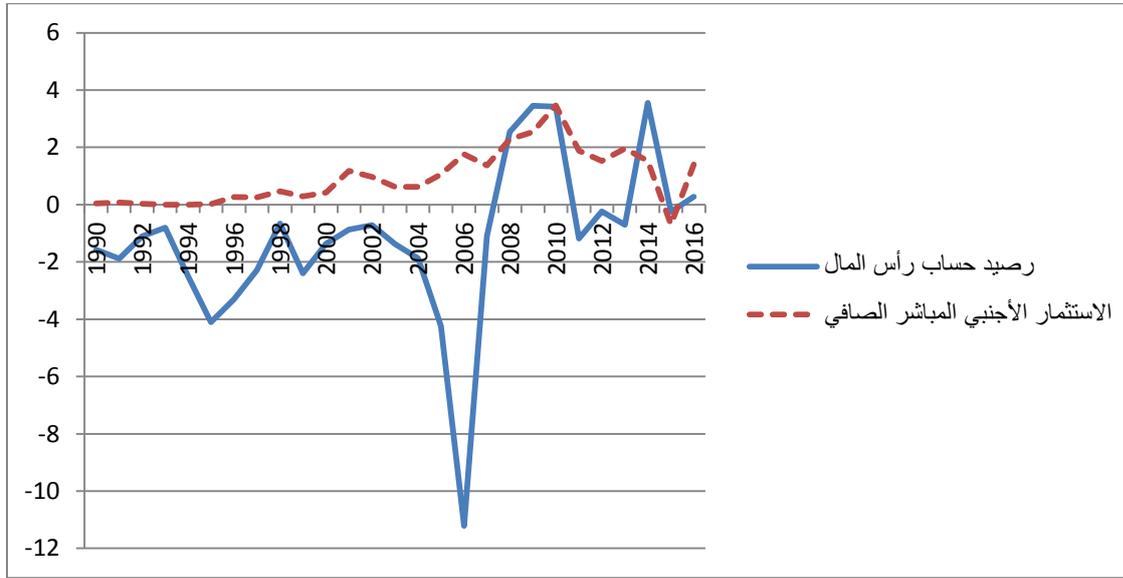
قامت الجزائر بتحرير حساب رأس مالها مع الإبقاء على بعض القيود والضوابط على بعض المعاملات خاصة ما تعلق بخروج رؤوس الأموال إلى الخارج، فابتداء من سنة 1991 أصبح مجلس النقد والقرض صلاحية منح الموافقة على الاستثمارات الأجنبية والمشاريع المشتركة، كما اتخذ بنك الجزائر في عام 2005 إجراءات جديدة تسهل تحويل الأرباح ونواتج التنازل عن الأصول التي مصدرها الاستثمار الأجنبي، وتتم طلبات التحويل من خلال الوسطاء المرخص لهم على أن تخضع لاحقا للرقابة البعدية لمصالح بنك الجزائر. وبموجب التنظيم رقم (40-2000) الصادر عن بنك الجزائر والمتعلق بحركة رؤوس الأموال الخاصة باستثمارات الحافظة لغير المقيمين يسمح لهم بخرية شراء القيم المتداولة المدرجة في البورصة. كما يمكن للمقيمين وغير المقيمين فتح حسابات بالعملة الصعبة لدى أي بنك تجاري مرخص له وذلك بموجب المادة الأولى من التنظيم (01/09) المؤرخ في 17 فيفري 2009 والمتعلق بحسابات العملة الصعبة للأشخاص الطبيعيين من جنسية أجنبية المقيمين وغير المقيمين والأشخاص المعنويين غير المقيمين. أما تحويل رؤوس الأموال إلى الجزائر وإعادة تحويلها فحسب المادة 183 و184 من القانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض يرخص لغير المقيمين بتحويل رؤوس الأموال إلى الجزائر لتمويل أي نشاطات اقتصادية غير مخصصة صراحة للدولة أو المؤسسات المتفرعة عنها أو لأي شخص معنوي مشار إليه صراحة بموجب نص قانوني¹.

ويمكن إعادة تحويل رؤوس الأموال والنتائج والمداحيل والفوائد من الأموال المتصلة بالتمويل المنصوص عليه في المادة 183 وتتمتع بالضمانات الملحوظة في الاتفاقيات الدولية التي وقعت عليها الجزائر². ويوضح الشكل التالي تطور رصيد حساب رأس المال والاستثمار الأجنبي المباشر الصافي في الجزائر من 1990 إلى سنة 2015.

¹ المادة 183 من القانون رقم 90-10 المتعلق بالنقد والقرض، مرجع سبق ذكره، ص: 541.

² المادة 184 من القانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض، مرجع سبق ذكره، ص: 542.

الشكل(3-11): رصيد حساب رأس المال والاستثمار الأجنبي المباشر الصافي في الجزائر من 1990 إلى 2016.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات بنك الجزائر.

يتضح من الشكل السابق أن رصيد حساب رأس المال اتسم بالعجز على طول الفترة من 1990-2007، وذلك راجع إلى المستوى المتدني لتدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل وتراكم الديون الخارجية وانخفاض أسعار البترول، وازدادت حدة هذا العجز في سنة 2006 نتيجة التسديد المسبق لأغلب ديون الجزائر، لكن في سنة 2008 شهد حساب رأس المال رصيذا موجبا قدر ب 2.54 مليار دولار نتيجة ارتفاع قيمة الاستثمارات الأجنبية المباشرة التي قدرت ب 2.28 مليار دولار في سنة 2008 بعد أن كانت 1.37 مليار دولار في سنة 2007 ، واستمر هذا الرصيد الموجب إلى غاية 2010، أما سنوات 2011، 2012 و 2013 فقد شهدت رصيدا سالب نتيجة انخفاض الاستثمارات الأجنبية المباشرة ليتحسن في سنة 2014 محققا ما قيمته 3.55 مليار دولار نتيجة ارتفاع أسعار البترول.

المبحث الثالث: سياسة التحرير المالي في المغرب

كان القطاع المالي المغربي حتى أوائل الثمانينات خاضعا للتنظيم الصارم حيث كان يقتصر دوره على جمع المدخرات وتوجيهها للقطاع العام والقطاعات ذات الأولوية (السياحة والزراعة)، وكانت أسعار الفائدة تدار إلى حد ما على نطاق واسع وكانت سلبية بشكل عام وهو أمر متناقض في ضوء ندرة رأس المال الذي يعاني منه البلد ومشكلة تمويل التنمية، لذا سعت المغرب كغيرها من البلدان إلى تحرير نظامها المالي هذه السياسة التي نمت وتطورت في ظل برنامج التكييف الهيكلي من أجل البحث عن نمو اقتصادي مصحوب بتوازن اقتصادي كلي.

المطلب الأول : أشكال سياسة الكبح المالي في المغرب

بعد استقلال المغرب كان من أهم أولوياتها التنمية الاقتصادية للبلاد عن طريق قيام السلطات المغربية باستثمارات واسعة النطاق التي واجهت صعوبات في الحصول على التمويل في ظل بقاء النظام المصرفي المغربي مقيد ومتحكم فيه من طرف المصارف الفرنسية.

لذا تم في بداية الستينات إنشاء عدة مصارف وطنية منها: البنك المغربي للتجارة الخارجية، صندوق الإيداع والتدبير، البنك الوطني للتنمية الاقتصادية والقرض الفلاحي والقرض العقاري والسياحي... وفي سنة 1967 أصدر الملك الراحل حسن الثاني قانونا ملكيا بإخضاع المصارف العاملة في المغرب سواء مغربية أو أجنبية لسلطة المصرف المركزي في الرباط الذي له سلطة الرقابة والوصاية على النشاط المالي والنقدي ومنح القروض للأفراد والشركات¹.

وقد كانت السياسة النقدية في هذه الفترة تركز على نظام تأطير القروض وتحديد أسعار الفائدة، وتوجيه القروض نحو القطاعات التي تعتبر ذات أولوية. وقد كانت تهدف السياسة النقدية للملكة المغربية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف:²

- العمل على استقرار العملة مع ضمان قابليتها للتحويل.
- تنمية السوق المالية والعمل على ضبطها.
- تفعيل النظام المصرفي مع متطلبات التنمية الاقتصادية بشكل يتلاءم مع السياسة الاقتصادية العامة.

¹ محمد الشرفي، "100 عام من النظام المالي والمصرفي المغربي" مقال على الموقع:

le cercle economistes arabes :www.economistes-arabes.org

² عامر عيود جابر & خلف محمد الجبوري، "اتجاه السياسة النقدية في المغرب في ظل برنامج الإصلاح الاقتصادي للفترة من 1976-

2005"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة تكريت، المجلد 5، العدد 16، 2009، ص: 122.

لذا سنحاول من خلال هذا المطلب التعرف على أهم أدوات الكبح المالي المطبقة من طرف المغرب قبل البدء في الإصلاحات والتوجه نحو التحرير المالي.

أولاً: تحديد أسعار الفائدة

لقد عرفت تركيبة أسعار الفائدة إصلاحاً عميقاً خلال عامي 1974 و 1975 وتمثل ذلك في إلغاء المكافأة المؤداة عن الودائع تحت الطلب وفي إقرار مجانية خدمة الصندوق، وتبلور هذا الإصلاح أيضاً في الرفع من مستويات أسعار الفائدة مع تبسيط التركيبة الهيكلية لهذه الأسعار وكذلك إعادة تصنيفها حسب المدة وتحريرها بكيفية تدريجية ابتداءً بالأسعار المطبقة على المدد الأطول.

وبالرغم من رفعها عدة مرات، فإن معدلات الفائدة المطبقة على مختلف التوظيفات ذات الدخل الثابت ظلت سالبة في بداية الثمانينات بالقيمة الحقيقية.

أما هيكل أسعار الفائدة المدينة فكان يتميز بتحديد هذه أسعار على شكل هوامش كما كان يتسم بأهمية الفوارق فيما بين أسعار الفائدة لدى البنوك ولدى المؤسسات المالية المتخصصة من جهة، ومعدلات الفائدة المطبقة على القروض القابلة لإعادة التمويل وكذا تلك غير القابلة لإعادة التمويل من جهة أخرى.

كانت تهدف الإصلاحات المتتالية التي أجريت بين عامي 1985 و 1990 إلى تحديد أسعار فائدة بشكل أقرب إلى تلك المعمول بها في الخارج وقبل كل شيء جعلها إيجابية بالقيمة الحقيقية، لكن ارتفاع معدلات التضخم مقارنةً بانخفاض مستويات أسعار الفائدة جعلت أسعار الفائدة الحقيقية سالبة.¹

ثانياً: الوظائف الإلزامية

يتم ذلك من خلال فرض مجموعة من الوظائف الإلزامية على البنوك للحد من السيولة المصرفية وبالتالي الحد من قدرة البنوك على التوسع في منح القروض ومن بين هذه الوظائف:

1- **معدل الاحتياطي النقدي:** تم إقرار هذه الأداة من قبل البنك المركزي المغربي عام 1966 وقد حددت لأول مرة عند مستوى 4% من مجموع التزامات البنوك بعد أن كانت هذه النسبة تحسب على أساس تغيرات الودائع، وقد حافظت هذه النسبة على استقرارها بهذا المستوى حتى بدء سنة 1971، حيث انخفضت إلى 0.5% ثم عادت لترتفع هذه النسبة سنة 1986 بشكل تدريجي إلى 4% بهدف تجميد فائض السيولة الناتج عن ارتفاع كل من احتياطات الصرف ولجوء الخزانة للبنك المركزي.²

¹ عبد اللطيف جواهرى، "تجربة السياسة النقدية في المملكة المغربية"، صندوق النقد العربي أبو ظبي، 2004، ص: 8-9

² عامر عبود جابر & محمد الجبوري، "اتجاه السياسة النقدية في المغرب في ظل برنامج الإصلاح الاقتصادي للفترة من 1976-2005"، مرجع سبق ذكره، ص: 122.

2- تقنين استخدامات البنوك: وذلك عن طريق امتلاك البنوك محفظة دنيا من أذون الخزانة في حدود 35% من مطلوباتها، وكان الهدف من هذه الأداة هو توجيه جزء من الودائع المصرفية نحو تمويل عجز الموازنة.

3- محفظة القروض متوسطة الأجل القابلة لإعادة الخصم CMTR: مكنت هذه التقنية البنك المركزي من تعزيز تمويل الاستثمار ولا سيما الشركات الصغيرة والمتوسطة وهذا عن طريق إجبار المؤسسات المصرفية بتخصيص جزء من ودائعها لتوزيع ائتمانات متوسطة الأجل قابلة لإعادة الخصم¹.

ثالثا: معدل إعادة الخصم

تعتبر هذه الأداة من أقدم أدوات السياسة النقدية التي استخدمها البنك المركزي المغربي عندما أقر قانون تنظيم مهنة المصارف الصادر في عام 1959 وقد توقف العمل بهذه الأداة وأعيد في عام 1967، حيث تم تحديد سقف إعادة الخصم لأول مرة بحدود 10% من ودائع البنوك، ونظرا لتمتع البنوك بسيولة عالية أصبح من النادر وصولها إلى هذه النسبة، مما جعلها لا تعتمد على البنك المركزي في الحصول على الأموال إلا بشكل محدود، حيث بلغت ما حصلت عليه المصارف التجارية من مجموع مواردها في عام 1980 حوالي 7.7% ، وفي عام 1984 وصلت هذه النسبة إلى 9.2% من مجموع مواردها. وتعتبر هذه الأداة محدودة الفعالية من حيث استخدامها كوسيلة للسياسة النقدية حيث لا توجد أسواق مالية أو نقدية متقدمة بالإضافة إلى ارتفاع نسبة التعامل بالنقود الكتابية قياسا ببقية أنواع النقود الأمر الذي أضعف من دور هذه الأداة كوسيلة رقابية للبنك المركزي المغربي².

ثالثا: تطور نظام الصرف في المغرب

يعد نظام صرف الدرهم نظاما ثابتا ذا سعر موحد فالدرهم مربوط بسلة خاصة من العملات الأجنبية، ويتم حساب ترجيح هذه العملات داخل السلة وفقا للتوزيع الجغرافي الخاص بالمبادلات التجارية التي يجريها المغرب ووفقا لنصيب كل عملة في عمليات السداد الخارجي، وقد تبني المغرب نظام الربط بسلة

¹ Moudine chourouk & el khattab younes, **Demand of money in morocco : teste of stability and its implications for the monetary policy efficiency**, MPRA, paper n 70167, marroc, 24 mar 2016, p :02.

² عامر عبود جابري & محمد الجبوري، "اتجاه السياسة النقدية في المغرب في ظل برنامج الإصلاح الاقتصادي للفترة من 1976-2005"، مرجع سبق ذكره، ص: 123.

من العملات في ماي 1973، وذلك عقب عملية تعويم العملات التي جرى تعميمها على المستوى الدولي. وقد تم اختيار هذا النظام وفقا لثلاث مراحل:¹

المرحلة الأولى: المفاضلة بين نظام سعر الصرف الثابت ونظام المعوم وقد وقع اختياره على نظام الصرف الثابت، حيث أنه اعتاد على استقرار سعر الصرف الخاص به وعلى معدلات التضخم المنخفضة.

المرحلة الثانية: كان يتعين على المغرب اختيار نوع أداة الربط، علما بأن كل من الدولار والفرنك هما العملتين الرئيسيتين في عمليات التبادل والسداد التي يقوم بها المغرب، ويذكر أن المغرب كان قد خرج من منطقة الفرنك منذ السنوات الأولى لاستقلاله، وبما أن المغرب كان حريصا على استقلاله النقدي فقد كانت عملية الربط بالدولار أمرا مستبعدا أيضا.

المرحلة الثالثة: المتعلقة باختيار سلة الربط الموحدة فقد فضل المغرب اختيار سلة خاصة يتم تكوينها وفقا للأهمية النسبية للعملات الكبرى، والتي تدخل في مبادلاته وعمليات سداده الخارجية، وأيضا مسألة السلة الخاصة تتيح ميزة أخرى وهي إمكانية تغيير مكوناته وفقا للتغيرات التي تطرأ على عمليات التبادل التجاري والسداد الخارجي للدولة وأيضا وفقا لاختياراتها الاستراتيجية وهذا لا ينطبق على حقوق السحب الخاصة.

كما شهدت فترة ما قبل الإصلاحات تدفقات ضعيفة لرأس المال سواء الداخلة أو الخارجة من المغرب بسبب القيود المفروضة عليه خاصة فيما يتعلق بتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر.

المطلب الثاني : الإصلاحات المالية في المغرب (فترة التقويم الهيكلي 1983)

بينما تواصل ارتفاع أسعار البترول على اثر الصدمة البترولية الثانية لسنة 1979 بدأت أثمان الفوسفات في الانخفاض وهو ما أدى إلى بروز اختلال داخلي وخارجي، ولقد تدهورت الوضعية بشكل ملموس لاسيما وأن ارتفاع سعر الدولار ومعدل الفائدة في السوق المالية الدولية كان قويا نتيجة تطبيق سياسة نقدية تقييدية من طرف الإدارة المركزية. كما قام المغرب باقتراضات مهمة خلال السبعينات التي تميزت بوفرة السيولة الناتجة بدورها عن الحجم الهام للبترول دولارات، وبانخفاض أسعار الفائدة وكذلك ضعف الدولار تغير الوضع تماما مع بداية الثمانينات، حيث وصل الدولار إلى 12 درهم وارتفعت أسعار الفائدة بشكل مفرط، ونظرا للعبء الناجم عن تسديدات الدين الخارجي من جهة وارتفاع كلفة واردات البترول من جهة أخرى تدهورت الوضعية المالية العمومية مما أدى إلى انقراض احتياطات الصرف، وفي هذه الظروف طلب المغرب الاستفادة من إعادة جدولة جزء من الدين الخارجي وقام بتطبيق برنامج للإصلاح الهيكلي بالتعاون

¹ بشير حمادوش، "التجربة المغربية في إدارة سعر الصرف"، مداخلة مقدمة في ندوة نظم وسياسات أسعار الصرف، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي أبو ظبي، 16-17 ديسمبر 2002، ص ص : 241-242.

مع المؤسسات المالية الدولية أعطيت الأسبقية في إطاره لإعادة التوازنات الأساسية وتطبيق إصلاحات هيكلية ترمي إلى إقرار أثمان تعكس فعلا حقيقة السوق، وكذا تحرير التجارة الخارجية وإصلاح المالية العمومية والقطاع المالي، كما أعادت السلطات النقدية النظر في طرق تطبيق السياسة النقدية بحيث أصبحت تعتمد على آليات السوق، وشرعت في العمل على تحرير أسعار الفائدة واستخدامات البنوك¹. ويعتبر المغرب من البلدان الأوائل التي باشرت إصلاح هياكل اقتصادها، حيث عقد المغرب تسع اتفاقيات مع صندوق النقد الدولي خلال الفترة من 1980-1993، واعتمد برنامجا للتصحيح الهيكلي سنة 1983 وذلك بعد تدهور المؤشرات الاقتصادية الأساسية بسبب الأزمة الاقتصادية الحادة التي عرفها المغرب، وهدف هذا البرنامج إلى تحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:²

- تحسين التوازنات الداخلية من خلال سياسة نقدية ومالية مشددة.
- تعبئة الادخار العمومي وتحسين تخصيص الموارد مع ترقية الاستثمار لإعادة بعث التوازنات الخارجية بإعادة التوازن لميزان المدفوعات.
- خلق الظروف الملائمة لنمو دائم.

تم التأكيد على الدعم المالي من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي شريطة أن تقوم الحكومة المغربية بما يلي:³

- تقليص عجز الموازنة عن طريق تقليص نفقات الاستثمار والتشغيل.
- تضخم محكوم بخفض الطلب.
- نقل القوة الاقتصادية للقطاع الخاص من خلال خصخصة الشركات العامة والحد من تدخل الدولة.

وقد اتخذ المغرب في إطار ذلك عدة تدابير منها:

- تحرير التجارة الخارجية من خلال تبسيط الإجراءات الإدارية واللوائح التنظيمية في تجارة السلع والخدمات، تحويلات وتحركات رؤوس الأموال.
- القيام بتحرير جميع السلع والخدمات تقريبا.

¹ عبد اللطيف جواهرى، تجربة السياسة النقدية في المملكة المغربية، مرجع سبق ذكره ص: 11.

² عبد الباقي رواج، "المدونية الخارجية والإصلاحات الاقتصادية في الجزائر - دراسة تحليلية مقارنة"، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، 2006/2005، ص: 173.

³ Aouatif el fakir, " tow decades of liberalization reforms in morroco : successes and failures", hal archives-ouvertes, jul 2016 p : 07.

- تحديث وتبسيط النظام الضريبي المغربي من خلال الإصلاح الضريبي الذي تم في سنة 1984.
 - تخصيص العديد من المؤسسات العامة، وتنشيط بورصة الدار البيضاء.
 - اتسمت السياسة النقدية الجديدة بالتخلي التدريجي عن التدخل المدار وظهور آليات غير المباشرة.
- وقد استطاع المغرب التحكم في التوازنات المالية الكبرى، النتائج كانت متأرجحة مع قليل من الإيجابية النمو سنة 1983 بلغ 6,0% ووصل النمو إلى 4% في المتوسط في تسعينات القرن العشرين¹.

أولاً: تحرير أسعار الفائدة

منذ بداية التحرير المالي يبذل بنك المغرب جهوداً متواصلة لتكييف الإطار التشغيلي للسياسة النقدية من أجل مواءمة إجراءات التدخل في السوق النقدي للقيام بذلك تخلت السلطات النقدية المغربية عن الأدوات السابقة لصالح نهج جديد مع قرار السوق المفتوحة يعتمد هذا النهج الجديد على التحكم غير المباشر في المعروض النقدي من خلال التأثير على سعر الفائدة في سوق ما بين البنوك، وبالتالي فإن هذا التدخل يشكل وسيلة تنظيم ومراقبة للبنك المركزي².

ولقد استهدفت عملية تحرير أسعار الفائدة تبسيط هيكل هذه الأسعار، كما رمت إلى خلق الظروف المواتية لضمان تطور تدريجي نحو مرحلة يتم فيها تحديد أسعار الفائدة الدائنة والمدينة وكذلك معدلات إعادة التمويل بواسطة آليات السوق.

حيث تم تحديد نطاق أسعار الإقراض بين 12% و 14% للمدى القصير مقابل 14 و 15% للمدى المتوسط، كما أدخل إصلاح 1988 تخفيض الحدود العليا، تخفيض شروط الخصم إلى 13% و 13.5% للمدى المتوسط، و 14% للمدى الطويل بدلاً من 16%، كما خفض الإصلاح المعدل الأدنى لودائع 12 شهر من 12% إلى 11%.

وهكذا، تم تحرير أسعار الفائدة الدائنة تقريباً بأكملها خلال السنوات الأولى من عقد التسعينات، بعدما كانت محددة عند مستويات دنيا منذ أبريل 1985. أما أسعار الفائدة المدينة، التي كانت محددة عند مستويات عليا، فلقد بدأ تفكيك القيود المفروضة عليها بتحرير أسعار الفائدة المطبقة على القروض لأمد متوسط وطويل، وذلك في أكتوبر 1990، وكذا على القروض قصيرة الأجل في أكتوبر 1991. ولم تبق تخضع إلى التقنين سوى معدلات الفائدة على القروض للتصدير والقروض المتوسطة الأمد القابلة لإعادة

¹ حاكمي بوحفص، "الإصلاحات والنمو الاقتصادي في شمال إفريقيا دراسة مقارنة بين الجزائر المغرب وتونس"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، العدد السابع، 2009، ص: 13.

² Driss Daoui- hamid daali, règle de taylor et conduite de la politique monétaire marocaine, revue du contrôle de la comptabilité et de l'audit, n°06 septembre 2018, p : 236.

الخصم، قبل أن يتم تحريرها في يونيو 1995. وبغية تفادي ارتفاع مفرط للمعدلات المدينة، تم تحديد معدلات مدينة قصوى خلال فترة انتقالية انتهت في فبراير 1996¹.

ثانيا: إلغاء نظام تأطير الائتمان

في الوقت الذي تبنت فيه المملكة المغربية لبرنامج الإصلاح الهيكلي وما تميزت به هذه الفترة من ارتفاع طلبات التمويل عن طريق الخزينة كان لزاما عليها أن تعيد النظر في منهجية احتساب نسب القروض وحسب تطورها، ففي عام 1985 تم تحديد الحدود العليا للائتمان المسموح به لمختلف البنوك وحسب الجهد المبذول من كل بنك في مجال تعبئة الادخار وتمويل الصادرات، وكانت هذه بمثابة فترة تحضيرية لرفع السقوف الائتمانية حيث أنه كان من الصعب على البنك المركزي أن يتخلى فجأة عن نظام تأطير القروض، حيث أن هذا النظام تسبب في حدوث اختلالات على مستوى تعبئة وتوزيع الادخار، ومن أجل الحصول على نتائج مشجعة في مجال الطلب على القروض وانتعاش الاقتصاد وعملية جدولة الديون تم في عام 1991 إلغاء نظام تأطير الائتمان².

ثالثا: الهدف النقدي في إطار برنامج الإصلاح

أصبح الهدف النقدي في المغرب يحدد عند مستوى يعادل نسبة النمو المرتقبة مع إضافة معدل الارتفاع المتوقع في أسعار الاستهلاك. أما تغير احتياطات الصرف، فيتمثل في الهدف المحدد فيما يتعلق بالرصيد النهائي لميزان الأداءات عند مستوى يعادل عدد أشهر كاف من الواردات، وذلك في إطار برنامج الإصلاح الهيكلي. ومن جهته، فإن تنامي القروض المقدمة للاقتصاد، الذي يرتبط بشكل وثيق مع تطور النشاط الاقتصادي، يحدد عند مستوى يفوق بقليل معدل النمو بالأسعار الجارية. وفيما يتعلق بتغير الديون على الدولة، فيحدد بطريقة تضمن التوفيق فيما بين حجم التجاء الخزينة للتمويل النقدي من جهة، وضرورة مراعاة الهدف النقدي والتغطية المبرجة لعجز الميزانية من جهة أخرى، مع الأخذ بعين الاعتبار للتزايد المرتقب للموجودات الخارجية والقروض للاقتصاد³.

¹ عبد اللطيف جواهري، "تجربة السياسة النقدية في المملكة المغربية"، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

² عامر عبود جابري & محمد الجبوري، "اتجاه السياسة النقدية في المغرب في ظل برنامج الإصلاح الاقتصادي للفترة من 1976-2005"، مرجع سبق ذكره، ص: 124.

³ عبد اللطيف جواهري، "تجربة السياسة النقدية في المملكة المغربية"، مرجع سبق ذكره، ص: 12-113.

رابعاً: إنشاء سوق صرف أجنبي

تم تأسيس سوق صرف أجنبي في المغرب في جوان 1996، في إطار تفكيك الحواجز الجمركية عقب انضمام المغرب إلى GATT والتحرير التدريجي للوائح الصرف الأجنبي وتحقيق قابلية تحويل الدرهم على العمليات الجارية، بعد التزام المغرب منذ عام 1993 بالتزامات المادة الثامنة من صندوق النقد الدولي. حيث منح سوق الصرف الأجنبي مزايا كبيرة للشركات والبنوك على حد سواء، فالنسبة للمتعاملين الاقتصاديين يتيح هذا السوق:

- الحصول على عرض أسعار عند الطلب (لم يكن متاحاً إلا بعد 48 ساعة فقط في السابق)
- التفاوض على السعر واختيار البنك الذي سيقوم بتحويل أو إعادة العملات التي تخضع لمعاملات تجارية أو مالية محددة.
- الحصول على نفس تواريخ استحقاق تلك التي تمارس في جميع أنحاء العالم من خلال تحديدها يومين فقط بدلاً من أربعة أيام.
- الحد من التكاليف المرتبطة بتنفيذ الأوامر بوضع البنوك في المنافسة.
- التحوط من مخاطر الصرف المتعلقة بالمعاملات الدولية المنفذة.
- أما بالنسبة للبنوك يوفر هذا السوق إمكانية:
- تقديم عروض أسعار فورية للمتعاملين ولاسيما للمستثمرين الأجانب.
- تحقيق مكاسب كبيرة بين سعري البيع والشراء المطبق.
- القيام بعمليات أكثر تنوعاً مما كان عليه الحال في السابق.

خامساً: تحرير حساب رأس المال

اتخذ المغرب خطوات هامة لتحرير معاملات حسابات رأس المال منها:¹

- رفع جميع القيود على تعاملات حسابات رأس المال لغير المقيمين وعلى وجه الخصوص لا توجد قيود على الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الداخل. في 2005، أصدرت مؤسسة التمويل الدولية صكوك بالدرهم في سوق الدار البيضاء للأوراق المالية، أول طرح داخلي من قبل مؤسسة غير وطنية في أفريقيا والشرق الأوسط .

¹ عمار طهاري وآخرون، "إصلاحات القطاع المالي وأفاق الدمج المالي في بلدان المغرب"، ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي، ماي 2007، ص:23.

- منذ 2002 يسمح للبنوك بفتح حسابات مع القراء الأجانب والاستثمار في الأوراق المالية للحكومة أو المؤسسات متعددة الأطراف، تتم هذه العمليات في ظل اللوائح الاحترازية القائمة بشأن وضعية العملات الأجنبية.
- منذ 2007 يسمح لشركات التأمين وإعادة التأمين بالإيداع أو الاستثمار بالخارج ما يعادل 5 بالمائة من إجمالي أصولها.

المطلب الثالث: أثر الإصلاحات على المؤشرات المالية والنقدية

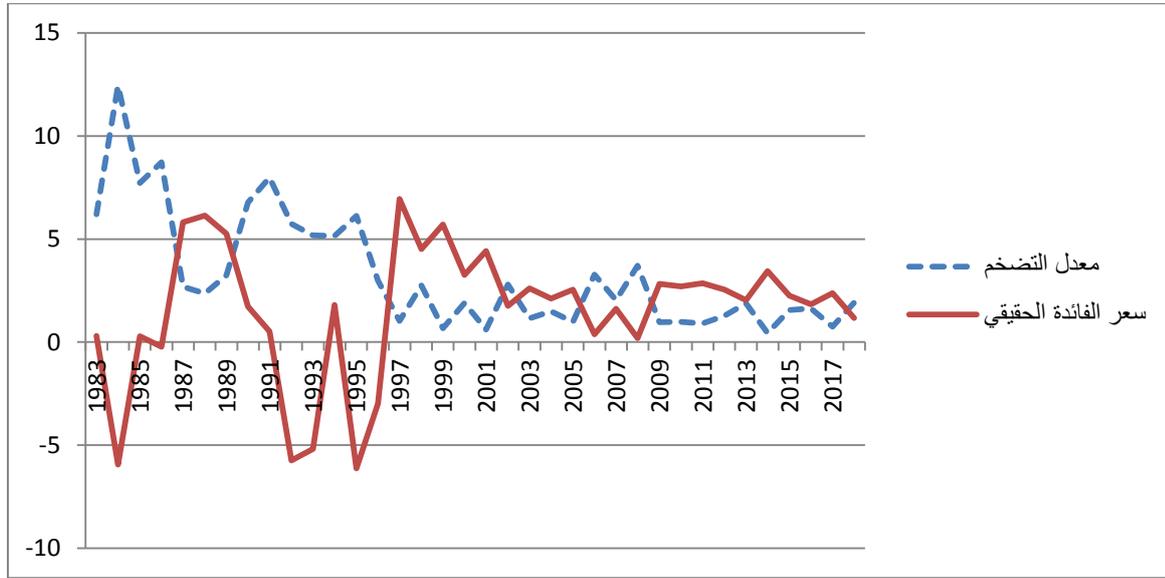
أدت الإصلاحات إلى تقليص عجز الميزانية والتضخم من 1983 إلى 1988 انخفض عجز الميزانية تدريجيا بفضل الانخفاض الكبير في نفقات الاستثمار، انخفض التضخم من 7% في نهاية الثمانينات إلى 2% بحلول عام 2000 وانخفض إجمالي خدمة الدين بشكل رتيب من 35% عام 1985 إلى 11% عام 2005 باستثناء الذروة بلغت 33% في عام 1995.

لذا سنحاول عرض تطور أهم المؤشرات المالية والنقدية بعد الإصلاحات فيما يلي:

أولا: أسعار الفائدة ومعدلات التضخم

إن الحساب البسيط لأسعار الفائدة الحقيقية على أساس الفرق بين معدل الفائدة العادي ومعدل التضخم يكشف أن هذه المعدلات كانت سالبة بشكل عام من 1974 إلى غاية 1982 وأصبحت موجبة في عام 1983 بقيمة 0.3% لتسجل بعدها قيمة سالبة -5.94% في سنة 1984 نتيجة ارتفاع معدل التضخم الذي قدر بـ12.44%، وابتداءا من 1997 سجلت المغرب أسعار فائدة حقيقية موجبة على طول الفترة من 1997 إلى غاية 2018 نتيجة انخفاض معدلات التضخم وهذا ما يوضح الشكل رقم (3-11).

الشكل (3-12): تطور معدل التضخم وسعر الفائدة الحقيقي في المغرب



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي 2018data bank

ثانيا: نمو المعروض النقدي والنتاج المحلي الإجمالي

إن التحكم في المعروض النقدي كان من أهم أولويات السلطة النقدية في المغرب من أجل تحقيق الاستقرار النقدي، لذا نعرض في الجدول والشكل التاليين تطورات المعروض النقدي والنتاج المحلي الإجمالي.

نلاحظ من خلال الجدول تذبذب نمو المعروض النقدي على طول الفترة من 1983 إلى 2018 مسجلا أعلى نمو له في 1990 بنسبة 21.47% لينخفض بعد ذلك ابتداء من سنة 1991 حيث وصل في سنة 2000 إلى 8.44%، ليرتفع من جديد ابتداء من 2001 إلى غاية 2009 التي عرفت انخفاض لنمو المعروض النقدي على طول الفترة حيث وصلت نسبته إلى 4.06% سنة 2018.

أما نمو الناتج المحلي الإجمالي فقد عرف كذلك تذبذب على طول الفترة من 1983 إلى غاية 2018 إذ بلغ في سنة 1988 11.87% لينخفض بعد ذلك ابتداء من 1989 حيث وصل إلى 0.74% سنة 1993 وعاود الارتفاع في سنة 1994 حيث سجل 10.58%، ثم أخذ بالتراجع خلال السنوات الأخيرة ليصل في عام 2018 إلى 4.06% ويعود ذلك لتذبذب أسعار المواد الأولية في الأسواق العالمية خاصة أسعار الفوسفات.

أما فيما يخص النسبة M2/PIB والتي تعبر عن سيولة الاقتصاد تضاعفت خلال الفترة من 1983 إلى 2018 فبعد أن كانت 39.46% سنة 1983 أصبحت في سنة 2018 119.31% مما يعكس ارتفاع التغطية البنكية.

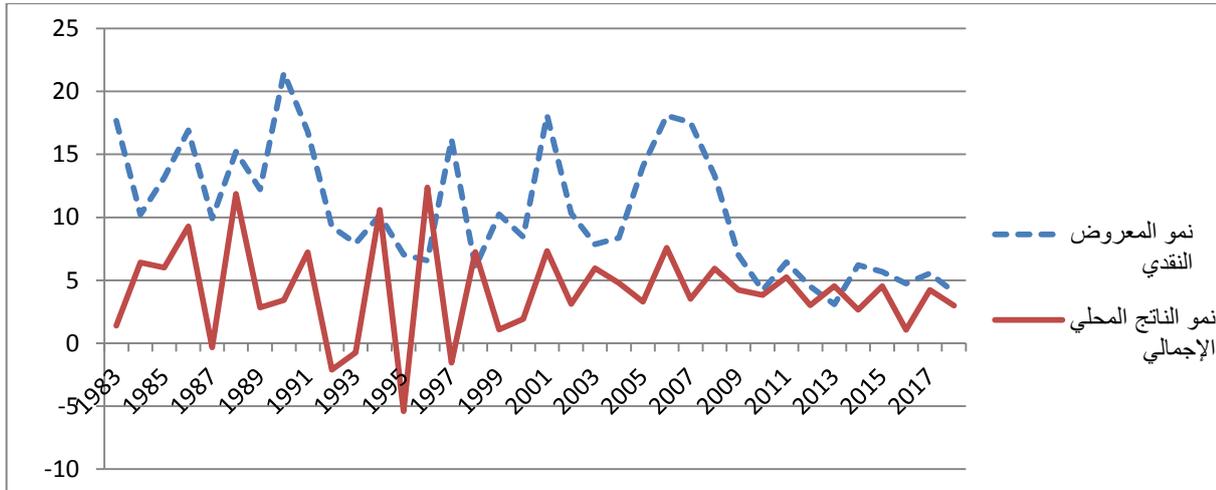
الجدول رقم(3-14): تطور الناتج المحلي الإجمالي والمعرض النقدي في المغرب

من 1983 إلى 2018.

M2/PIB	نمو المعرض النقدي	نمو الناتج المحلي الإجمالي	سنوات	M2/PIB	نمو المعرض النقدي	نمو الناتج المحلي الإجمالي	سنوات
77,53	18,11	7,31	2001	39,46	17,68	1,38	1983
81,95	10,31	3,12	2002	38,48	10,22	6,41	1984
82,55	7,86	5,96	2003	37,70	13,15	6,00	1985
84,32	8,35	4,79	2004	37,52	16,90	9,27	1986
92,01	14,05	3,29	2005	40,17	9,92	0,325	1987
99,47	18,08	7,57	2006	39,90	15,20	11,87	1988
109,01	17,54	3,53	2007	42,31	12,23	2,84	1989
111,56	13,31	5,92	2008	46,15	21,47	3,41	1990
114,35	7,00	4,24	2009	47,70	16,80	7,21	1991
113,66	4,19	3,81	2010	50,90	9,25	2,09	1992
115,75	6,43	5,24	2011	53,72	7,94	0,74	1993
117,01	4,51	3,00	2012	53,17	10,17	10,58	1994
113,90	3,08	4,53	2013	55,95	7,04	5,40	1995
117,38	6,19	2,66	2014	52,84	6,57	12,37	1996
116,20	5,69	4,53	2015	61,92	16,19	1,56	1997
118,67	4,73	1,05	2016	60,99	6,03	7,23	1998
119,34	5,54	4,23	2017	66,14	10,23	1,08	1999
119,31	4,06	2,99	2018	70,90	8,44	1,91	2000

المصدر: بيانات البنك الدولي.

الشكل رقم (3-13): نمو المعروض النقدي والنتاج المحلي الإجمالي في المغرب من 1983 إلى 2018.



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

ثالثا: تطور سعر صرف الدرهم المغربي

يقوم المغرب بربط سعر صرف الدرهم بسلة من العملات حيث يشكل اليورو 60% والدولار 40% في هذه السلة، حيث يحدد البنك المركزي سعر صرف الدرهم المغربي يوميا وذلك بتحديد الحد الأدنى والأعلى لسعر صرف الدرهم ويستوجب على المصارف التجارية الاستثمار في هذه الهوامش في معاملات البيع والشراء. ويوضح الشكل التالي تطور سعر صرف الدرهم المغربي من 1983 إلى 2018 الذي يتميز بثبات وتقلب سعر الصرف ضمن هوامش محددة.

تتجه المغرب إلى تطبيق نظام تحرير سعر صرف العملة على مرحلتين، مرحلة أولية سيعمل خلالها البنك المركزي على تحرير تدريجي لسعر صرف الدرهم؛ وسيضع حدودا عليا ودنيا ويتدخل في حال تجاوزها، كما سيعمل البنك على تنفيذ سياسة استهداف مستوى محدد للتضخم، بهدف ضبط الأسعار التي ستتأثر بالتعويم التدريجي للعملة؛ على أن سيصبح سعر صرف الدرهم فيما بعد خاضعا لقانون العرض والطلب في سوق العملات.

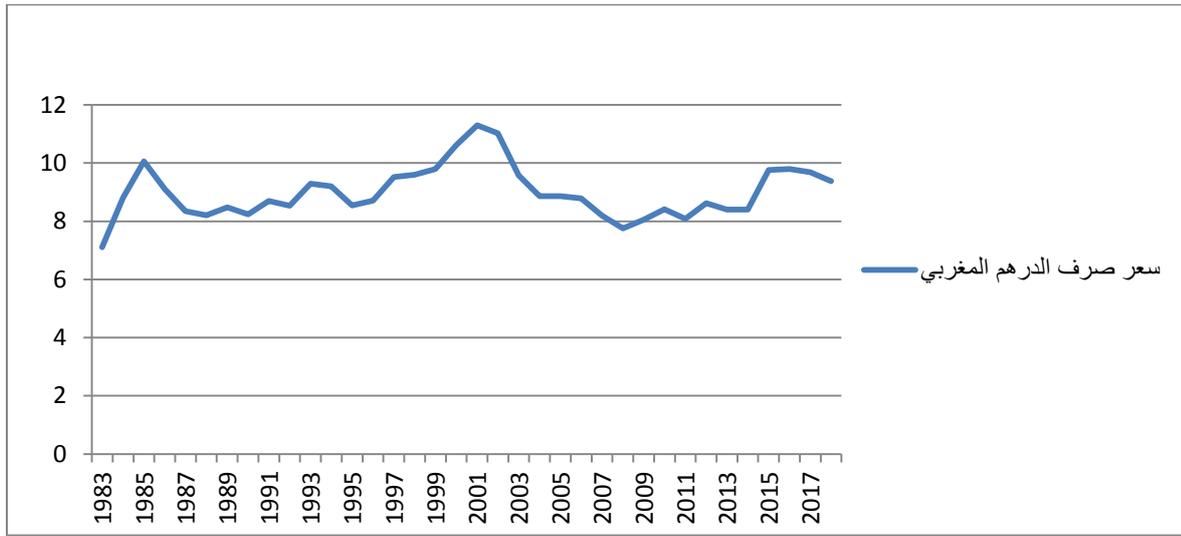
إن مشروع تعويم العملة المغربية يركز على الانتقال التدريجي نحو نظام صرف أكثر مرونة من أجل تعزيز تنافسية اقتصاد البلاد، وقدرته على مواجهة الصدمات الخارجية.

خلال الفترة من 2003-2004 واصلت الحكومة المغربية سياستها تجاه تحويل العملات من خلال إتاحة الفرصة للشركات للاحتفاظ بنسبة 50% بدلا من 30% من عائدات صادراتها بالعملة الأجنبية، ولغير

المقيمين للاكتتاب في سندات الخزينة، هدفت هذه الإجراءات إلى عمق أسواق النقد الأجنبي والأسواق المالية.¹

لقد اعتمد نظام جديد لسعر صرف في 2018 يقوم على تحديد سعر صرف الدرهم داخل نطاق تقلب بنسبة $\pm 2.5\%$ عوض نسبة $\pm 0.3\%$ حول سعر الصرف المحوري المحدد من طرف بنك المغرب.

الشكل رقم (3-14): تطور سعر صرف الدرهم المغربي من 1983-2018.



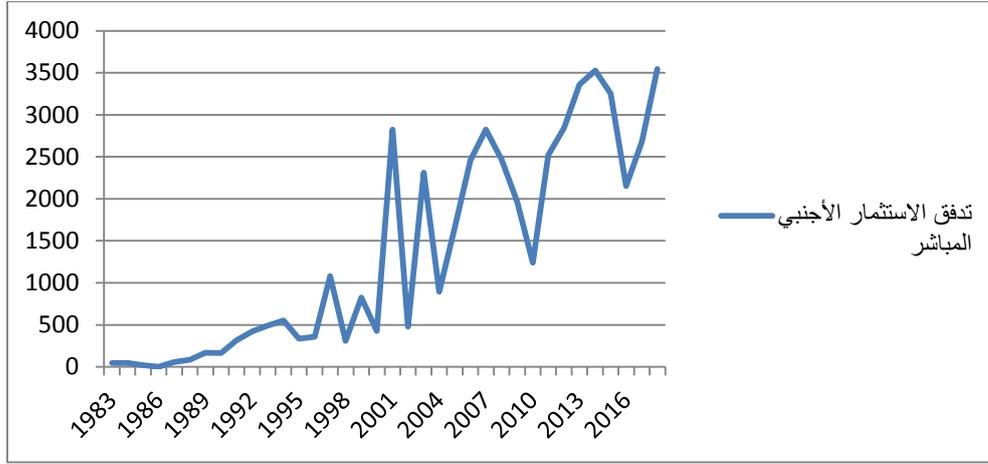
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

رابعاً: الاستثمارات الأجنبية المباشرة

يوضح الشكل رقم (3-15) تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة وصافي تدفق الاستثمار غير المباشرة إلى المغرب، حيث نلاحظ من خلال الشكل أن تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر كان ضعيف جداً قبل سنة 1996 بسبب القيود المفروضة على تدفقات رؤوس الأموال، لكن بعد سنة 1996 تحسن تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى المغرب وعرف تذبذب على طول الفترة من 1997 إلى 2018 نتيجة قيام المغرب برفع القيود على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، حيث بلغ تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى المغرب 3544.38 مليون دولار في سنة 2018 بعد أن كان 1079.34 مليون دولار في سنة 1997.

¹Vincent Dropsy and Nathalie Grand, "Exchange rate and inflation targeting in morocco and Tunisia", working paper 0421 january 2008, p : 04.

الشكل(3-15): تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى المغرب



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي

وبذلك أصبح الاقتصاد المغربي لا يواجه صعوبات في تغطية احتياجات التمويل الخارجي، لأنه أصبح يستفيد من ارتفاع الاستثمار الأجنبي المباشر، وكذلك أصبحت الدولة والشركات الكبيرة المملوكة للدولة تتمتع بوصول منتظم إلى الأسواق المالية الدولية في ظل ظروف جيدة. وحسب تقرير الاستثمار العالمي لسنة 2003 يأتي ترتيب المغرب عربيا في الصدارة حسب مؤشر أداء الاستثمار الأجنبي المباشر لمؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، أما في استثمارات المحفظة فيحتل المغرب الرتبة الرابعة عربيا وكان متواضعا حسب التقدير في هذا النوع من الاستثمار بالنسبة للمغرب¹.

¹ عبد القادر شقروش، "إشكالية تحرير حساب رأس المال وأثرها على الاستقرار المالي في الدول النامية دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تجارة ومالية دولية، جامعة ورقلة، 2015-2016، ص: 33.

خلاصة الفصل الثالث:

سعت دول المغرب العربي (تونس الجزائر المغرب) إلى إصلاح قطاعها المالية من خلال مجموعة من الإجراءات التي تبنتها تونس في وقت مبكر(1987) مقارنة بالجزائر (1990) ومغرب (1991) حيث تباينت سرعتها وعمقها في البلدان الثلاثة، لكن كانت لها أهداف وأدوات متشابهة وهي الحد من التدخل الحكومي المباشر وتعزيز دور قوى السوق في تخصيص الموارد المالية، وتحسين قدرة المؤسسات المالية على تعبئة المدخرات المحلية وتوجيهها إلى القطاعات الاستراتيجية للعمل على رفع الاستثمارات والنمو الاقتصادي، وقد بدأت الإصلاحات بالتركيز على النظام المصرفي والسياسة النقدية لتتوسع بعد ذلك إلى إصلاح الأسواق المالية وتحرير حساب رأس المال في كل من تونس والمغرب. ومن خلال دراسة أهم الإجراءات المتبعة في كل دولة في إطار سياسة التحرير المالي وتأثيرها على مختلف المؤشرات نجد أن المؤشرات المالية والنقدية في المغرب تحسنت بشكل كبير بعد تطبيق سياسة التحرير المالي مقارنة بتونس والجزائر، وبالتالي يمكن القول أن المغرب يملك نظام مالي أكثر تطور في المنطقة تأتي بعد ذلك تونس في المرتبة الثانية، أما الجزائر لا تزال تعاني من ضعف في التنمية المالية.

الفصل الرابع:

قياس أثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي لدول المغرب العربي

(تونس، الجزائر، المغرب)

تمهيد:

تعتبر احتياطات الصرف الأجنبي عاملا احترازيا يتم تكوينه من أجل تلبية احتياجات السيولة الاستراتيجية للاقتصاد في حالة حدوث ضغط على الحسابات الخارجية، فهي تضمن للدائنين والمستثمرين الأجانب قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها وتقلبات سلسلة في سعر صرف العملة الوطنية، لهذا تسعى الدول في الحصول على الحجم الكافي من الاحتياطات الذي يضمن لها تحقيق هذه الأهداف.

إن احتياطي الصرف الأجنبي تؤثر في تكوينه مجموعة من العوامل سواء تجارية أو وقائية ومن بين هذه العوامل سياسة التحرير المالي، هذه الأخيرة التي انتهجتها أغلب الدول ومنها دول المغرب العربي من أجل الاندماج في الاقتصاد العالمي ومواكبة التطورات الاقتصادية العالمية، لذا سنحاول من خلال هذا الفصل قياس أثر مؤشرات التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: نتعرض من خلاله إلى قياس أثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي في تونس وذلك من خلال عرض تطور احتياطي الصرف الأجنبي في تونس، تقدير النموذج القياسي وفق منهجية ARDL، وفي الأخير تم التحليل الإحصائي والقياسي للنتائج.

المبحث الثاني: نتطرق من خلاله إلى قياس أثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر، وذلك من خلال عرض تطور احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر، تقدير النموذج القياسي وفق منهجية ARDL، ثم التحليل الإحصائي والقياسي للنتائج.

المبحث الثالث: خصصناه لقياس أثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي في المغرب، وذلك من خلال عرض تطور احتياطي الصرف الأجنبي في المغرب، تقدير النموذج القياسي وفق منهجية ARDL، ثم التحليل الإحصائي والقياسي للنتائج.

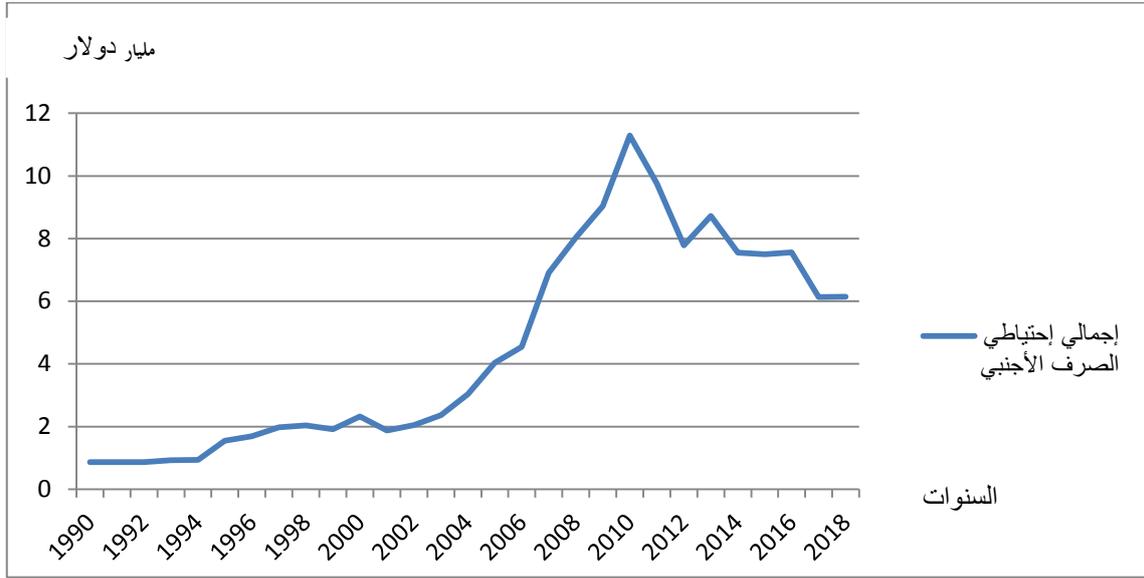
المبحث الأول: قياس أثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي في تونس
يعتبر احتياطي الصرف الأجنبي في تونس بمثابة صمام أمان لمواجهة ما قد يتعرض له الاقتصاد من أزمات، وتملك تونس العديد من المصادر للعملة الأجنبية المكونة للاحتياطيات والمتمثلة في إيرادات القطاعات المصدرة، على غرار زيت الزيتون والفوسفات والتمور، فضلا عن عائدات السياحة وتحويلات العاملين.

المطلب الأول: تطور احتياطي الصرف الأجنبي في تونس خلال الفترة من 1990-2018

شهد احتياطي الصرف الأجنبي في تونس تطورا ملحوظا خلال الفترة من 1990 إلى 2018، حيث تراقب السلطات النقدية في تونس مستوى احتياطيات النقد الأجنبي على أساس يومي بقدر ما يعكس قدرة البلاد على الوفاء بالتزاماتها والدفاع عن عملتها وبالتالي تجنب الآثار الضارة للصدمات الخارجية المحتملة. من خلال الشكل (4-1) الذي يوضح تطور إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي في تونس خلال الفترة من 1990-2018 نلاحظ زيادة احتياطيات الصرف الأجنبي من 1990 إلى 2010 حيث ارتفعت من 0.86 مليار دولار سنة 1990 إلى 11.29 مليار دولار سنة 2010 وهذا يعود إلى زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر في إطار عملية الخصخصة ولاسيما بيع 35% من رأس مال شركة تليكوم التونسية عام 2006 بمبلغ 2250 مليون دولار، بالإضافة إلى تحسن المحصول الزراعي وزيادة السائحين الوافدين خاصة من ليبيا والجزائر.

غير أن هذا المستوى عرف انخفاضا حادا بداية من سنة 2011 وصل إلى 6.14 مليار دولار سنة 2018 ويعود هذا الانخفاض إلى الاضطرابات السياسية والاجتماعية التي شهدتها تونس في أواخر عام 2010 والتي أدت إلى انخفاض كبير في الدخل السياحي وتباطؤ في أنشطة التصدير بعد توقف وانغلاق العديد من الوحدات الإنتاجية.

الشكل (4-1): تطور إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي في تونس



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

وللحكم على مدى كفاية احتياطي الصرف الأجنبي في تونس نستعمل مؤشرات لقياس الحجم الأمثل نذكر أهمها فيما يلي:

أولاً: مؤشر احتياطي الصرف الأجنبي إلى الواردات

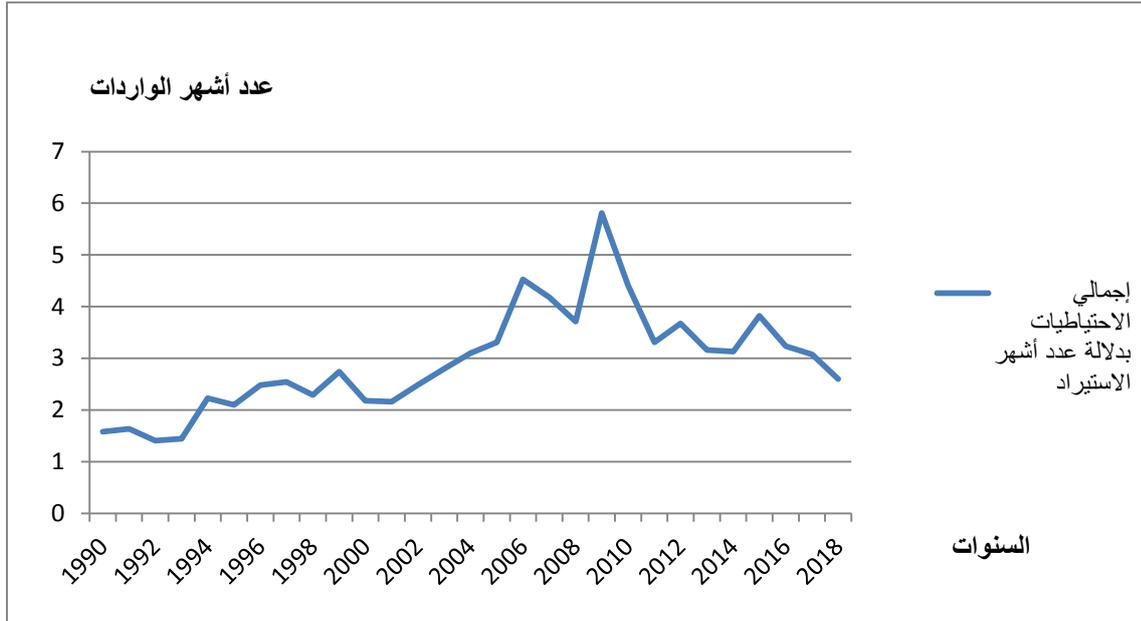
يقيس هذا المؤشر عدد أشهر الواردات التي يمكن تمويلها من احتياطيات الصرف الأجنبي حيث يتراوح المعيار المقبول بين 3 أشهر و6 أشهر للاستيراد، يعود هذا الإجراء إلى نظام بريتن وودز سنة 1944 عندما تم تحفيز الطلب على النقد الأجنبي إلى حد كبير من خلال الواردات نظراً لتكثيف أنظمة سعر الصرف الثابت وضوابط رأس المال، وبالتالي فإن هذه النسبة تجعل من الممكن تقييم مستوى ملاءة السداد لبلد ما على المدى القصير¹.

بالنظر إلى الشكل التالي الذي يوضح عدد أشهر الواردات التي يمكن تغطيتها باحتياطي الصرف الأجنبي نلاحظ أن هذا المستوى خلال الفترة من 1990 إلى غاية 2003 أقل من مستوى الاستيراد لمدة 3 أشهر، لكن تحسن هذا المعدل ابتداءً من 2004 لتصل إلى تقريباً 6 أشهر من الواردات في عام 2009 في أعقاب عملية الخصخصة، إلا أن هذه النسبة تراجعت بشكل حاد ابتداءً من 2010 لتتأرجح بين

¹ Bouzid amaira, "Adéquation des réserves de change en tunisie" : Essai d'évaluation, tribune de l'iteEq, décembre 2020, p:01.

3 أشهر و3 أشهر ونصف من الواردات لتصل سنة 2018 إلى 2.59 شهر من الواردات وهذا تحت تأثير الوضع الاقتصادي وصعوبات الفترة الانتقالية التي مرت بها تونس منذ جانفي 2011 والتي أثرت على القطاعات الإنتاجية.

الشكل (4-2) : إجمالي الاحتياطيات بدلالة عدد أشهر الواردات في تونس



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

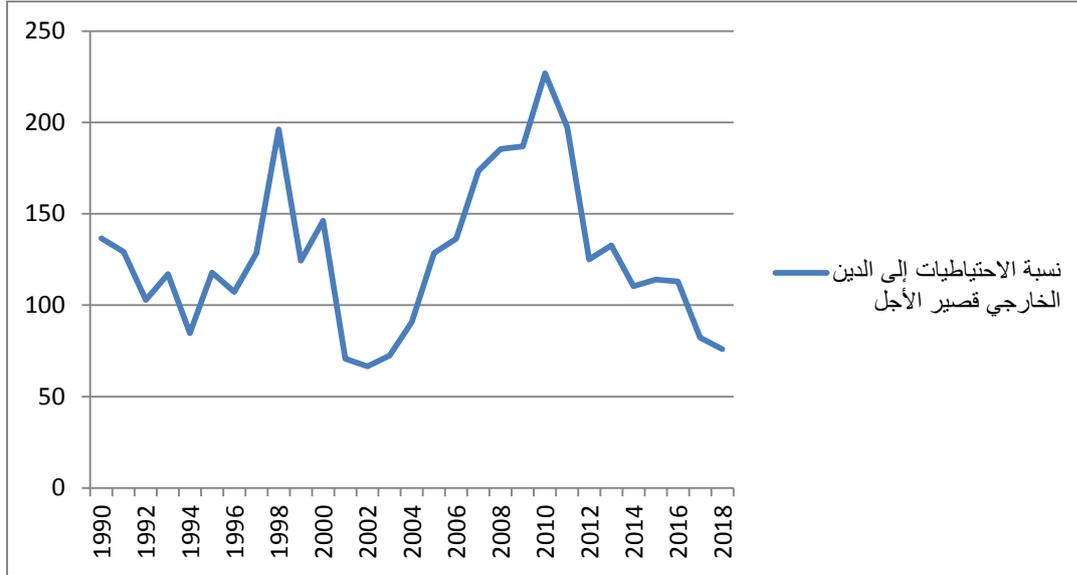
ثانيا: مؤشر الاحتياطيات إلى الدين الخارجي قصير الأجل

تقيس هذه النسبة قدرة الدولة على سداد ديونها الخارجية قصيرة الأجل بسهولة ويجب أن لا يقل هذا المؤشر عن 100% من أجل ضمان إمكانية سداد جميع الديون الخارجية قصيرة الأجل بالكامل وبسرعة، لذا يجب على السلطات النقدية تكوين مستوى من الاحتياطيات يعادل على الأقل الديون الخارجية قصيرة الأجل من أجل التعامل مع الصدمات المحتملة في السوق الدولية.

ففي تونس احتياطيات الصرف الأجنبي تغطي ديون الخارجية قصيرة الأجل خلال الفترة من 1990 إلى 2000 ماعدا سنة 1994 حيث سجل هذا المؤشر نسبة 84.78% كما انخفض هذا المؤشر خلال الفترة من 2001-2004 حيث وصل إلى أدنى مستوى له سنة 2002 بنسبة 66.52% ليتحسن بعد ذلك ابتداءً من 2003 غير أنه سجل نسبة في سنتي 2017-2018 أقل من النسبة المعيارية وهذا تحت

تأثير ضغوط الحساب الجاري وانخفاض مستوى الاستثمار الأجنبي المباشر وزيادة رسوم خدمة الدين الخارجي.

الشكل (3-4): احتياطي الصرف الأجنبي إلى الدين الخارجي قصير الأجل

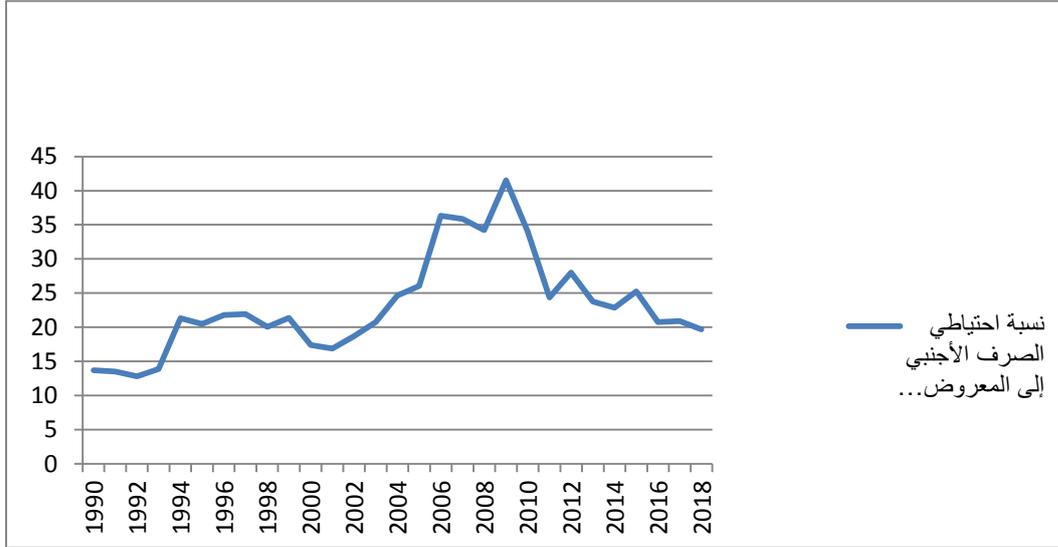


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

ثالثا: مؤشر احتياطي الصرف الأجنبي إلى عرض النقود

تستخدم هذه النسبة كدافع وقائي ضد الأزمات المالية، يتراوح المؤشر المعياري بين 10% و 20% للبلدان التي تطبق سعر الصرف الثابت وما بين 5% و 10% للبلدان التي اعتمدت سعر الصرف العائم. سجلت تونس أعلى مستوى من احتياطيات الصرف الأجنبي حيث بلغت نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى عرض النقود مستوى 41.53%، لكن انخفض بعد ذلك انخفاض حاد وصلت نسبته إلى 19.60% سنة 2018 لكنه ظل تقريبا عند الحد المطلوب المقدر بـ 20%.

الشكل (4-4) : نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى المعروض النقدي في تونس



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

المطلب الثاني: تقدير النموذج وفق منهجية ARDL

إن اختيار النموذج الملائم لهذه الدراسة يعتمد على قدرة النموذج في الإجابة على الإشكالية المطروحة، ونظرا لقلة الدراسات النظرية والتطبيقية التي عاجلت هذا الموضوع، فإنه يصبح من الصعب إيجاد النموذج المثالي لاستعماله في هذه الدراسة القياسية، لذا حاولنا وضع النموذج التالي:

$$RES = f(OPEN, M2, INF, ER, DFI, CP, CCA)$$

حيث أن:

RES: نسبة احتياطيات الصرف الأجنبي خارج الذهب إلى الناتج المحلي الإجمالي.

OPEN: درجة الانفتاح التجاري وتمثل نسبة الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي.

M2: نسبة المعروض النقدي إلى الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر لقياس حجم الوساطة المالية.

CP: نسبة الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص كنسبة من إجمالي الناتج المحلي.

INF: معدل التضخم السنوي.

ER: سعر الصرف الرسمي الذي تحدده السلطات الوطنية أو السعر المحدد في سوق الصرف المسموح به قانونا.

CCA: نسبة رصيد حساب رأس المال إلى الناتج المحلي الإجمالي.

DFI: نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

أولاً: التعريف بمنهجية ARDL

تعد دراسة التكامل المشترك باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة Autoregressive distributed lags model (ARDL) من أفضل المناهج المستخدمة لدراسة التكامل المشترك في الآونة الأخيرة والتي قدمها Pesaran وآخرون (2001)، وتعتمد تلك المنهجية على دمج نماذج الانحدار الذاتي Autoregressive model للمتغير التابع مع نماذج فترات الإبطاء الموزعة model distributed lags للمتغير المستقل في نموذج واحد، بالتالي تصبح السلسلة الزمنية لقيم المتغير التابع وفقاً لذلك النموذج دالة في قيم المتغير التابع والمتغير أو المتغيرات المستقلة مبطئة لفترة زمنية واحدة، وكذلك فإنها تكون دالة في كتلة إبطاءات المتغير التابع والأخرى المستقلة في الفرق الأول. يتميز نموذج ARDL بعدة مزايا:¹

- لا يتطلب تطبيق نموذج ARDL على عكس النماذج الأخرى المستخدمة في تقدير التكامل المشترك أن تكون السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة كلها متكاملة في مستواها الأصلي أي متكاملة من الدرجة صفر $I(0)$ أو أن تكون متكاملة كلها من الرتبة الأولى (1) أي بعد حساب الفرق الأول لها، حيث يمكن تطبيق هذا النموذج في حالة السلاسل الزمنية التي تكون بعضها مستقرة في المستوى الأصلي والبعض الآخر مستقرة بعد أخذ الفرق الأول وبشرط أن لا يشتمل النموذج على أية متغيرات تكون متكاملة من الرتبة الثانية $I(2)$.
- إمكانية تقدير تأثيرات الأجل الطويل والقصير في آن واحد فضلاً عن إمكانية التعامل مع المتغيرات المفردة في النموذج بفترات إبطاء زمنية مختلفة.
- يصلح استخدام هذا النموذج في حالة العينات صغيرة الحجم وباستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية.
- يساعد تطبيق هذا النموذج على التخلص من المشكلات المتعلقة بحذف المتغيرات ومشكلات الارتباط الذاتي مما يجعل التقديرات الناتجة كفاءة وغير متحيزة.
- يتميز هذا النموذج عن النماذج الأخرى المستخدمة في تقدير التكامل المشترك والتي تستخدم عدد من الإبطاءات متساوية لجميع متغيرات الدراسة في أنه يستخدم العدد الأمثل والمناسب من فترات

¹ خالد صلاح الدين طه محمود، "تطبيق نموذج الانحدار الذاتي للإبطاءات الموزعة (ARDL) لدراسة التكامل المشترك بين أسعار الكناكيت ودجاج اللحم في مصر خلال الفترة من 2015/1/1 إلى 2018/06/20"، Menoufia J.Agric.Economic et social sci، رقم 03، ديسمبر 2018، ص ص : 599-600.

الإبطاء الزمنية لكل متغير بحيث يتم تقدير نموذج تتوفر فيه الخصائص الإحصائية والقياسية المطلوبة.

- يساعد تطبيق نموذج ARDL في تقدير معلمات الأجل الطويل والقصير على حد سواء، والتي يفيد بدورها في تقدير التأثيرات المباشرة والكلية للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع، كما يمكن التأكد من وجود اتساق أو توازن هيكلية بين المعلمات المقدرة في الأجل الطويل والقصير من عدمه وذلك باستخدام الاختبارات التشخيصية الملائمة لذلك.

ويأخذ نموذج ARDL الشكل التالي:

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i \Delta y_{t-i} + \sum_{i=0}^n \delta_i \Delta X_{t-i} + \varphi_1 y_{t-1} + \varphi_2 X_{t-1} + \mu_t$$

ولتطبيق منهجية ARDL يجب اتباع مجموعة من الخطوات كما يلي:

- إجراء اختبارات السكون للسلاسل الزمنية.
- تقدير نموذج ARDL وتحديد رتبة النموذج حسب معيار AIC.
- إجراء اختبار الحدود Bound test.
- استخراج الاستجابة القصيرة الأجل ومعامل تصحيح الخطأ والعلاقة طويلة الأجل.
- التأكد من سلامة النموذج من خلال الاختبارات القياسية المختلفة.

ثانيا: اختبار استقرار السلاسل الزمنية

يعد الاستقرار شرطا أساسيا في دراسة وتحليل السلاسل الزمنية وفي حالة غياب صفة الاستقرار فإن الانحدار الذي نحصل عليه يكون زائفا، بالرغم من النسبة المرتفعة لمعامل التحديد وتحقق معنوية المعلمات المقدرة، لذا سنحاول دراسة استقرارية كل سلسلة زمنية ونحاول البدء بدراسة وصفية للسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة.

1- دراسة وصفية للسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة:

تم هذه الدراسة الوصفية من خلال عرض أهم الخصائص الإحصائية للمتغيرات المدروسة، المتوسط الانحراف المعياري، أقصى وأدنى قيمة إضافة للوسيط كما يلي:¹

¹ أنظر الملحق رقم 4.

سلسلة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الناتج المحلي الإجمالي (res): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 13.44 وقيمة عظمى 25.99 سنة 2009 وقيمة صغرى 5.96 سنة 1992، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 12.92 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 5.32.

سلسلة الانفتاح التجاري (open): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 93.22 وقيمة عظمى 114.35 سنة 2008 وقيمة صغرى 77.90 سنة 1999، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 92.23 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 9.75.

سلسلة المعروض النقدي إلى الناتج المحلي الإجمالي (m2): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 56.88 وقيمة عظمى 73.79 سنة 2017 وقيمة صغرى 43.76 سنة 1998، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 54.68 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 9.87.

سلسلة معدل التضخم السنوي (inf): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 4.16 وقيمة عظمى 8.19 سنة 1991 وقيمة صغرى 1.98 سنة 2001، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 3.66 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 1.53.

سلسلة سعر الصرف (ER): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 1.38 وقيمة عظمى 2.64 سنة 2018 وقيمة صغرى 0.87 سنة 1990، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 1.29 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 1.38 .

سلسلة نسبة الاستثمارات الأجنبية الواردة إلى الناتج المحلي الإجمالي (DFI): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 2.69 وقيمة عظمى 9.42 سنة 2006 وقيمة صغرى 0.62 سنة 1990، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 2.24 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 1.70 .

سلسلة نسبة القروض الممنوحة للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي (CP): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 65.91 وقيمة عظمى 86.56 سنة 2017 وقيمة صغرى 54.09 سنة 1991، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 62.30 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 8.75 .

سلسلة نسبة رصيد الحساب الرأسمالي إلى الناتج المحلي الإجمالي (CCA): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 0.71 وقيمة عظمى 6.82 سنة 1992 وقيمة صغرى 0.03 سنة 1993، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 0.32 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 1.35.

2- دراسة استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة:

تعتمد أغلب الدراسات القياسية على اختبار ديكي فولر لدراسة استقرارية السلاسل الزمنية، حيث يعتمد اختبار (ADF) في دراسة استقرارية سلسلة زمنية ولتكن Y_t على تقدير النماذج الثلاثة التالية:¹

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=1}^P \phi_{j+1} \cdot \Delta Y_{t-j} + \mu_t \dots \dots (1)$$

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=1}^P \phi_{j+1} \cdot \Delta Y_{t-j} + c + \mu_t \dots \dots (2)$$

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=1}^P \phi_{j+1} \cdot \Delta Y_{t-j} + c + bt + \mu_t \dots (3)$$

إن اختبار ADF يحمل نفس خصائص اختبار DF هذا الأخير الذي يفترض أن الأخطاء غير مرتبطة فيما بينها بحيث يستخدم الفروق ذات الفجوة الزمنية $\Delta \log Y_{t-j+1}$ ، حيث أن: الفروق ذات الفجوة الزمنية حتى تختفي مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء.

يمكن تلخيص نتائج اختبار ديكي فولر المطور للسلاسل الزمنية الأصلية لمتغيرات الدراسة في الجدول التالي كما يلي:

¹ Régis Bourbonnais, "Econométrie", 5 édition, Edition Dunod, Paris, France, 2004, p234.

جدول (1-4) : نتائج اختبار ديكي فولر "ADF" لسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة¹.

السلسلة	النموذج	التأخر	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة*	احتمال المعامل	القرار		
RES	3	3	b	-	-	0.26	مقدر معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويا عن الصفر وبالتالي نرفض فرضية أن تكون السلسلة من نوع TS.		
							φ	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.	
	2	3	0	φ	-2.27	-2.98	0.18	السلسلة من نوع DS بانحراف.	
								φ	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي
								φ	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي
OPEN	3	0	b	-	-	0.01	السلسلة من نوع TS		
							φ	وجود جذر وحدوي	
	2	0	φ	c	-	-	0.12	السلسلة من نوع DS بدون انحراف	
								φ	وجود جذر وحدوي
								φ	وجود جذر وحدوي
M2	3	2	b	-	-	0.01	نرفض فرضية العدم أي أن معامل الاتجاه العام يختلف معنويا عن الصفر وبالتالي فإن السلسلة من نوع TS		
							φ	وجود جذر وحدوي	
	2	0	φ	c	-	-	0.86	السلسلة من نوع DS بدون انحراف	
								φ	وجود جذر وحدوي
								φ	وجود جذر وحدوي
	3	0	b	-	-	0.27	نرفض أن تكون السلسلة من TS		

¹ الملاحق رقم: 5-6-7-8-9-10-11-12.

الفصل الرابع: قياس أثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي لدول المغرب العربي

وجود جذر وحدوي	0.69	-3.58	-1.75	ϕ			INF
السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.052	-	-	C	0	2	
وجود جذر وحدوي	0.24	-2.97	-2.11	ϕ			
وجود جذر وحدوي	0.47	-1.95	-0.54	ϕ	0	1	ER
نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	0.88	-	-	b	0	3	
وجود جذر وحدوي	0.99	-3.58	1.35	ϕ			
السلسلة من نوع DS بانحراف	0.04	-	-	C	0	2	
وجود جذر وحدوي	1.00	-2.97	3.19	ϕ			
وجود جذر وحدوي	0.99	-1.95	2.15	ϕ	1	1	
نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	0.88	-	-	b	0	3	
عدم وجود جذر وحدوي	0.01	-3.58	4.23-	ϕ			
السلسلة من نوع DS بانحراف	0.0008	-	-	C	0	2	DFI
عدم وجود جذر وحدوي	0.002	-2.97	4.33-	ϕ			
وجود جذر وحدوي	0.31	-1.95	0.89-	ϕ	1	1	
نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	0.41	-	-	b	0	3	
وجود جذر وحدوي	0.64	-3.58	-1.86	ϕ			CP
السلسلة من نوع DS بانحراف	0.07	-	-	C	0	2	
وجود جذر وحدوي	0.37	-2.97	-1.79	ϕ			
وجود جذر وحدوي	0.75	-1.95	0.25	ϕ	0	1	
نرفض السلسلة من نوع TS	0.22	-	-	b	0	3	
عدم وجود جذر وحدوي	0.01	-3.58	-4.16	ϕ			CCA
السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.14	-	-	C	0	2	
عدم وجود جذر وحدوي	0.005	-2.97	-3.97	ϕ			
عدم وجود جذر وحدوي	0.009	-1.95	-2.69	ϕ	0	1	

ملاحظة: مستوى معنوية المعتمد 5%.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9.5.

من خلال نتائج الجدول يتضح أن السلسلة الزمنية: CCA, DFI مستقرة عند المستوى ، أما السلاسل الزمنية RES, OPEN, M2, INF, ER, CP غير مستقرة عند المستوى بسبب وجود الجذر الواحدوي مما يوجب علينا إجراء الفروق من الدرجة الأولى.

- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى: يلخص الجدول (2-4) نتائج اختبار ديكي- فولر المطور ADF للسلاسل الزمنية غير المستقرة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى.

الجدول (2-4): نتائج اختبار ديكي- فولر المطور ADF للسلاسل الزمنية غير المستقرة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى¹

السلسلة	النموذج	التأخر	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة*	احتمال المعامل	القرار
D(RES)	3	5	φ	-2.34	-3.63	0.39	وجود جذر وحدوي.
				-	-	0.42	نرفض فرضية أن تكون السلسلة من نوع TS.
	2	3	φ	-2.04	-2.99	0.26	وجود جذر وحدوي
				-	-	0.91	السلسلة من نوع DS بدون انحراف.
				-2.17	-1.95	0.03	عدم وجود جذر وحدوي
D(OPEN)	3	0	φ	5.47	-3.58	0.0007	عدم وجود جذر وحدوي
				-	-	0.58	نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS
	2	0	φ	-5.51	-2.97	0.0001	عدم وجود جذر وحدوي
				-	-	0.48	السلسلة من نوع DS بدون انحراف
				-5.55	-1.95	0.000	عدم وجود جذر وحدوي
D(M2)	3	0	φ	-3.54	-3.58	0.054	وجود جذر وحدوي
				-	-	0.55	نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS

¹ الملاحق رقم : 13-14-15-16-17-18.

الفصل الرابع: قياس أثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي لدول المغرب العربي

السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.14	-	-	c	0	2	D(INF)
عدم وجود جذر وحدوي	0.01	-2.97	-3.67	ϕ			
عدم وجود جذر وحدوي	0.002	-1.95	-3.28	ϕ	0	1	
السلسلة من نوع TS	0.003	-	-	b	2	3	
عدم وجود جذر وحدوي	0.0001	-3.60	-6.31	ϕ			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.86	-	-	C	0	2	
عدم وجود جذر وحدوي	0.0002	-2.97	-5.39	ϕ			
عدم وجود جذر وحدوي	0.000	-2.97	-5.86	ϕ	0	1	
نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	0.06	-	-	b	0	3	D(ER)
وجود جذر وحدوي	0.06	-3.58	-3.45	ϕ			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.10	-	-	C	0	2	
وجود جذر وحدوي	0.08	-2.97	-2.74	ϕ			
عدم وجود جذر وحدوي	0.03	-1.95	-2.10	ϕ	0	1	
نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	490.	-	-	b	0	3	
وجود جذر وحدوي	0.11	-3.58	-3.15	ϕ			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.62	-	-	C	0	2	
عدم وجود جذر وحدوي	0.02	-2.97	-3.39	ϕ			
عدم وجود جذر وحدوي	0.0012	-1.95	-3.47	ϕ	0	1	

ملاحظة: مستوى معنوية المعتمد 5%.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews 9.5*.

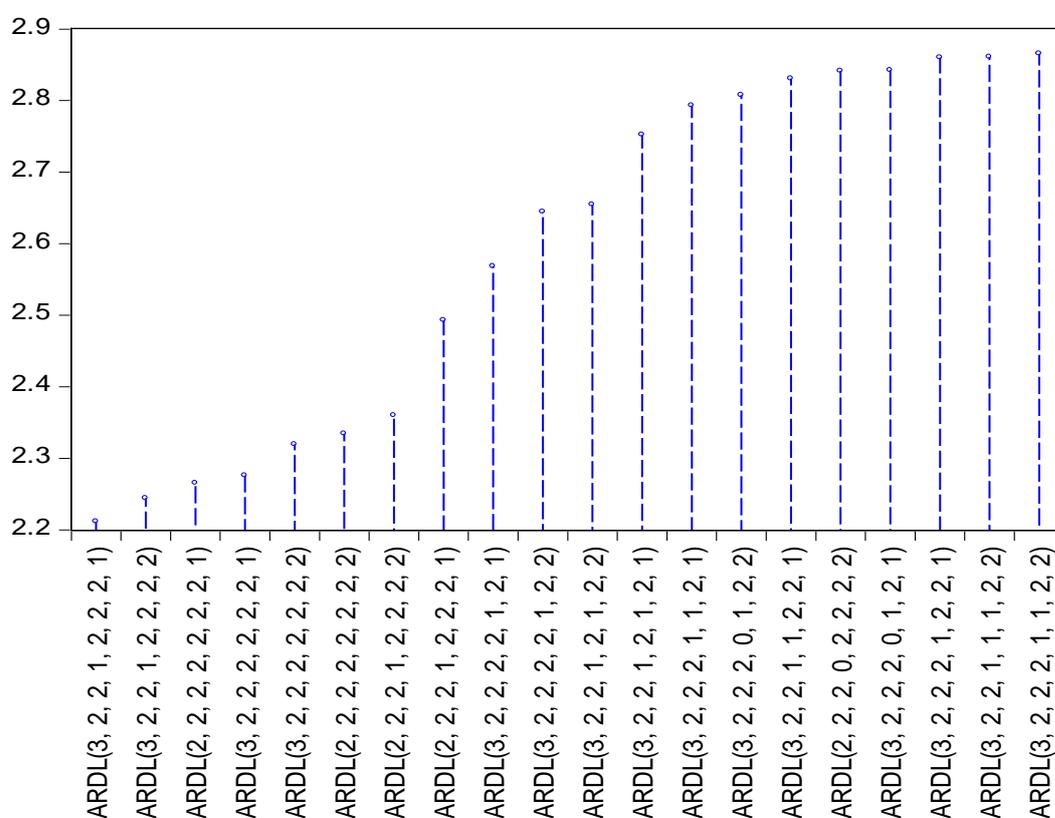
من خلال نتائج الجدول يتضح أن كل من السلاسل: D(RES)، D(OPEN)، D(M2)، D(ER) و D(INF) مستقرة عند الفروق من الدرجة الأولى. من خلال النتائج السابقة نجد أن كل من السلسلة الزمنية: DFI و CCA متكاملة من الدرجة الصفر عند مستوى معنوية 5% أي: 5%..... I(0)، والسلاسل الزمنية RES، OPEN، M2، ER، INF، CP متكاملة من الدرجة الأولى: 5%..... I(1) وبالتالي تعتبر نماذج الانحدار الذاتي ذات فترات الإبطاء الموزعة أحسن طريقة لاختبار العلاقة بين المتغيرات.

ثالثا: تقدير النموذج

تم تحديد درجة التأخير آليا بالاعتماد على قيمة Akaike حيث تحددت درجة التأخير بالقيمة 3 بالنسبة للمتغير التابع والقيمة 2 بالنسبة للمتغيرات المستقلة التي توافقت أقل قيمة لمعيار Akaike. تم تقدير نموذج ARDL آليا وتم استخلاص أحسن 20 نموذج استنادا إلى أقل قيمة لمعيار Akaike كما هو موضح في الشكل (5-4).

الشكل (5-4): أحسن 20 نموذج ARDL وفقا لمعيار Akaike.

Akaike Information Criteria (top 20 models)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9.5.

أما النموذج الأمثل لأثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي في تونس فيوافق النموذج ARDL(3,2,2,1,2,2,2,1) حيث بلغت قيمة Akaike 2.211369¹ وصيغة النموذج كالتالي²:

$$\begin{aligned} \text{RES} = & 0.538418176182 * \text{RES}(-1) - 0.30088082838 * \text{RES}(-2) - 0.250302022333 * \text{RES}(-3) \\ & + 0.158977749524 * \text{OPEN} + 0.268705002506 * \text{OPEN}(-1) + 0.272720602445 * \text{OPEN}(-2) \\ & - 0.120573352151 * \text{M2} - 1.0121917394 * \text{M2}(-1) + 0.95343813269 * \text{M2}(-2) \\ & - 0.49026372269 * \text{INF} - 1.55094631017 * \text{INF}(-1) + 0.520838288364 * \text{FDI} \\ & + 0.102559209385 * \text{FDI}(-1) - 0.514543503148 * \text{FDI}(-2) + 22.5580724072 * \text{ER} \\ & - 25.821089463 * \text{ER}(-1) + 8.96812755538 * \text{ER}(-2) + 0.060018383642 * \text{CP} \\ & + 0.345183596108 * \text{CP}(-1) - 0.684967233151 * \text{CP}(-2) + 1.71255660638 * \text{CCA} \\ & - 2.02715888301 * \text{CCA}(-1) - 22.5890484334 \end{aligned}$$

- من خلال اختبار ستودنت يتضح لنا أن t^{prop} للمعاملات :
0.034، 0.027، 0.03، 0.028، هي على التوالي: CCA(-1), CP(-2), ER(-1), ER, M2(-2)
0.031 وهي أقل من الاحتمال 0.05 وبالتالي فإن هذه المعلمات لها معنوية إحصائية و تأخذ القيم:
0.95، 22.55، -25.82، -0.68، -2.02 على التوالي.

عدم وجود معنوية إحصائية لباقي المعلمات لأن احتمال إحصائية t أكبر من الاحتمال 0.05.
- اختبار فيشر F يثبت المعنوية الكلية لمعاملات النموذج نظرا لأن احتمالها يساوي 0.0063 وهو أقل من
0.05 وبالتالي فالنموذج مقبول إحصائيا.

رابعاً: تشخيص النموذج المقدر

1- اختبار قوة التأثير

من خلال معامل التحديد الذي يساوي 0.9688 يدل على جودة توفيق النموذج ومقدرته على تفسير
التغيرات التي تحدث في احتياطي الصرف الأجنبي، حيث أن التغيرات في المتغيرات المستقلة تفسر لنا ما يربو
عن 96.88% من التقلبات في احتياطي الصرف الأجنبي وهو تأثير جيد.

2- دراسة واختبار البواقي:

- إن قيمة درين واتسون $DW = 3.11$ بوقوعها داخل مجال الشك تشير إلى أن الارتباط ذاتي
للأخطاء من الدرجة الأولى غير محدد .

- إحصائية Jaque-Bera تثبت أن البواقي تتبع توزيع طبيعي نظرا لأن احتمالها يقدر ب 0.50 وهو
أكبر من 0.05³.

¹ الملحق رقم: 19.

² الملحق رقم: 20.

³ الملحق رقم 21.

- اختبار **Breusch - Godfre** : يسمح هذا الاختبار باكتشاف الارتباط الذاتي في البواقي من الدرجة (p) أكبر من 1، وهو الاختبار المشهور عندما يكون في النموذج متغيرات متأخرة زمنياً، يعتمد هذا الاختبار على تقدير ب MCO النموذج التالي:¹

$$\varepsilon_t = \alpha_1 x_{1t} + \alpha_2 x_{2t} + \dots + \alpha_k x_{kt} + \alpha_0 + \rho_1 \varepsilon_{t-1} + \rho_2 \varepsilon_{t-2} + \dots + \rho_p \varepsilon_{t-p} + v_t \dots (15.4)$$

أين فرضية العدم التي نريد اختبارها هي $H_0 : \rho_1 = \rho_2 = \dots = \rho_p = 0$

إذا رفضنا فرضية العدم، إذن يوجد مشكل الارتباط بين الأخطاء من الدرجة p .

من أجل تأكيد H_0 نعتمد على إحصائية $BG-LM$ والتي تشير إلى خلو النموذج من مشكلة الارتباط التسلسلي حيث أن الاحتمال المقابل لقيمة F أكبر من القيمة الحرجة: $(prob = 0.39 > 0.05)$ ومنه لا نرفض فرضية العدم، وبالتالي خلو النموذج من مشكلة الارتباط التسلسلي بين البواقي.²

3- اختبار مدى ملائمة تحديد أو تصميم النموذج المقدر من حيث الشكل الدالي لهذا النموذج: يمكن معرفة مدى ملائمة النموذج تصميم النموذج من حيث الشكل الدالي بالاعتماد على اختبار "*Ramsey RESET*" حيث أن احتمال إحصائية هذا الأخير أكبر من الاحتمال 0.05 وهو يساوي 0.20 $(F-Prob = 0.20 > 0.05)$ وبالتالي نقبل فرضية صحة الشكل الدالي المستخدم في النموذج.³

4- اختبار الحدود **Bounds teste**: من خلال اختبار الحدود نقارن إحصائية F مع I_0 و I_1 ، إذا كانت F تزيد عن الحد الأعلى I_1 نقول أن هذه المعادلة متكاملة أما إذا كانت تقل عن I_0 نقول أنها غير متكاملة أما إذا وقعت بين I_0 و I_1 فهي غير واضحة، وبما أن إحصائية F قدرت ب 9.54 وهي أكبر من القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 1%، 2.5%، 5%، 10% نقول أن هذه المعادلة متكاملة وبالتالي وجود علاقة على مدى البعيد.⁴

خامساً: تقدير العلاقة في المدى الطويل والقصير

1- تقدير العلاقة في المدى الطويل

بعد التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات سوف نقوم بتقدير العلاقة طويلة الأجل في إطار نموذج $ARDL$ في تونس والنتائج موضحة في الجدول التالي:

¹ Régis Bourbonnais, "économétrie", Référence déjà cité, p 124.

² الملحق رقم : 22

³ الملحق رقم: 22

⁴ الملحق رقم : 23

الجدول (3-4) : نتائج تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات في تونس

Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OPEN	0.691576	0.211285	3.273192	0.0467
M2	-0.177067	0.299426	-0.591354	0.5959
INF	-2.015483	1.033832	-1.949527	0.1463
FDI	0.107482	0.562830	0.190967	0.8607
ER	5.633204	5.047621	1.116012	0.3458
CP	-0.276239	0.136789	-2.019449	0.1367
CCA	-0.310637	2.223612	-0.139699	0.8977
C	-22.304341	10.961167	-2.034851	0.1347

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews 9.5*.

2- تقدير العلاقة في المدى القصير (نموذج تصحيح الخطأ):

سوف يتم تقدير نموذج تصحيح الخطأ باستخدام طريقة المربعات الصغرى بهدف تحديد المرونات في الأجلين القصير والطويل ومن خلال عملية التقدير حصلنا على النموذج التالي¹:

$$\begin{aligned}
 D(\text{RES}) = & 0.551182850713 * D(\text{RES}(-1)) + 0.250302022333 * D(\text{RES}(-2)) + \\
 & 0.158977749524 * D(\text{OPEN}) - 0.272720602445 * D(\text{OPEN}(-1)) - 0.120573352151 * D(\text{M2}) - \\
 & 0.953438132690 * D(\text{M2}(-1)) - 0.490263722690 * D(\text{INF}) + 0.520838288364 * D(\text{FDI}) + \\
 & 0.514543503148 * D(\text{FDI}(-1)) + 22.558072407242 * D(\text{ER}) - 8.968127555375 * D(\text{ER}(-1)) + \\
 & 0.060018383642 * D(\text{CP}) + 0.684967233151 * D(\text{CP}(-1)) + 1.712556606378 * D(\text{CCA}) - \\
 & 1.012764674530 * (\text{RES} - (0.69157562 * \text{OPEN}(-1) - 0.17706676 * \text{M2}(-1) - 2.01548305 * \text{INF} + \\
 & 0.10748202 * \text{FDI}(-1) + 5.63320448 * \text{ER}(-1) - 0.27623915 * \text{CP}(-1) - 0.31063710 * \text{CCA}(-1) - \\
 & 22.30434078))
 \end{aligned}$$

¹ الملحق رقم 24.

المطلب الثالث: التحليل الإحصائي والاقتصادي لنتائج التقدير

من خلال النتائج السابقة حصلنا على الصيغة القياسية المثلى للنموذج وهي:

$$\begin{aligned} \text{RES} = & 0.538418176182*\text{RES}(-1) - 0.30088082838*\text{RES}(-2) - 0.250302022333*\text{RES}(-3) \\ & + 0.158977749524*\text{OPEN} + 0.268705002506*\text{OPEN}(-1) + 0.272720602445*\text{OPEN}(-2) \\ & - 0.120573352151*\text{M2} - 1.0121917394*\text{M2}(-1) + 0.95343813269*\text{M2}(-2) \\ & - 0.49026372269*\text{INF} - 1.55094631017*\text{INF}(-1) + 0.520838288364*\text{FDI} \\ & + 0.102559209385*\text{FDI}(-1) - 0.514543503148*\text{FDI}(-2) + 22.5580724072*\text{ER} \\ & - 25.821089463*\text{ER}(-1) + 8.96812755538*\text{ER}(-2) + 0.060018383642*\text{CP} \\ & + 0.345183596108*\text{CP}(-1) - 0.684967233151*\text{CP}(-2) + 1.71255660638*\text{CCA} \\ & - 2.02715888301*\text{CCA}(-1) - 22.5890484334 \end{aligned}$$

يتضح من خلال صيغة النموذج مايلي:

- وجود تأثير طردي ومعنوي إحصائيا لنسبة المعروض النقدي إلى الناتج في الفترة t-2 على احتياطي الصرف الأجنبي في الفترة الحالية، حيث أنه كلما ارتفعت نسبة المعروض النقدي إلى الناتج المحلي الإجمالي في الفترة t-2 بـ 1% ارتفع احتياطي الصرف الأجنبي إلى الناتج في تونس في الفترة t بـ 0.95%، وهذا يعتبر مقبول من الناحية الاقتصادية، حيث أن نسبة المعروض النقدي إلى الناتج المحلي الإجمالي تقيس درجة الانفتاح المالي وبالتالي كلما زادت درجة الانفتاح المالي تصبح الدولة أكثر عرضة للأزمات المالية الأمر الذي يدفعها لزيادة تكوين احتياطي الصرف الأجنبي لمواجهة هذه الأزمات.
- وجود تأثير عكسي ومعنوي إحصائيا لسعر الصرف في الفترة t-1 على احتياطي الصرف الأجنبي للفترة t في تونس، حيث أنه كلما ارتفع سعر الصرف في الفترة t-1 بـ 1% انخفض احتياطي الصرف الأجنبي إلى الناتج في الفترة t بـ 25.82%، وهذا يعتبر مقبول من الناحية الاقتصادية لأن ارتفاع سعر الصرف معناه انخفاض قيمة العملة الوطنية وهذا يدفع إلى تكوين احتياطي الصرف كتأمين ضد تقلبات قيمة العملة الوطنية، كما أن انخفاض قيمة العملة الوطنية يؤدي إلى زيادة الصادرات التي تعتبر مصدر للعملة الأجنبية وبالتالي زيادة احتياطي الصرف الأجنبي.
- وجود تأثير عكسي ومعنوي إحصائيا لنسبة الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص كنسبة من إجمالي الناتج في الفترة t-2 على احتياطي الصرف الأجنبي في تونس في الفترة t، حيث كلما ارتفعت نسبة الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج في الفترة t-2 بـ 1% انخفض احتياطي الصرف الأجنبي في تونس في الفترة t بـ 0.68% ولكن هذا غير مقبول من الناحية الاقتصادية لأن نسبة القروض المقدمة للقطاع الخاص والتي تعتبر كمؤشر من مؤشرات التحرير المالي نعمل على رفع

النتائج المحلي الإجمالي والاستثمارات الأجنبية المباشرة هذه الأخيرة التي تعتبر مصدر لتراكم احتياطي الصرف الأجنبي، وبالتالي يمكن القول أن سياسة منح وتوزيع القروض في تونس لم تساهم في نجاح سياسة التحرير المالي في تونس.

- وجود تأثير عكسي ومعنوي إحصائيا لنسبة رصيد حساب رأس المال إلى الناتج المحلي الإجمالي في الفترة t-1 على احتياطي الصرف الأجنبي لتونس في الفترة t، حيث كلما ارتفعت نسبة رصيد حساب رأس المال إلى الناتج المحلي الإجمالي في الفترة t-1 بـ 1% تنخفض نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الناتج المحلي الإجمالي للفترة t في تونس بـ 2.02% وهذا غير مقبول من الناحية الاقتصادية لأن الوضعية الجيدة لحساب رأس المال من شأنه أن يزيد من تراكم احتياطي الصرف الأجنبي نظرا لتفوق التدفقات الرأسمالية الداخلة على التدفقات الرأسمالية الخارجة.

- وجود تأثير طردي ومعنوي إحصائيا (عند مستوى معنوية 10%) لكل من نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الناتج في الفترة t-1 ونسبة الانفتاح التجاري إلى الناتج في الفترة t-1 على احتياطي الصرف الأجنبي للفترة t في تونس، أي أنه كلما ارتفعت نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الناتج في الفترة t-1 ونسبة الانفتاح التجاري في الفترة t-1 بـ 1% ترتفع نسبة احتياطي الصرف الأجنبي للفترة t في تونس بـ 0.53% و 0.26% على التوالي، وهذا يعتبر مقبول من الناحية الاقتصادية لأن تراكم احتياطي الصرف الأجنبي للسنوات السابقة يعتبر بمثابة مرآة تعكس الوضع الاقتصادي للبلد بالنسبة للعالم الخارجي، الأمر الذي يؤدي إلى استقطاب رؤوس أموال أجنبية للاستثمار هذه الأخيرة التي تشكل جزء من احتياطي الصرف الأجنبي، أما بالنسبة للأثر الموجب للانفتاح التجاري على احتياطي الصرف الأجنبي في تونس فهو كذلك مقبول من الناحية الاقتصادية لأنه مع زيادة الانفتاح التجاري تصبح الدولة أكثر عرضة للأزمات الاقتصادية الناتجة عن لا استقرار في ميزان المدفوعات، لهذا تعمل على زيادة حجم احتياطي لمواجهة ما قد تتعرض له من أزمات.

- عدم وجود تأثير معنوي إحصائيا لباقي المتغيرات المستقلة على احتياطي الصرف الأجنبي في تونس.
- الثابت غير معنوي إحصائيا عند 5%.

- بالنسبة للقوة التفسيرية للمتغيرات المذكورة أعلاه لاحتياطي الصرف الأجنبي في تونس قدرت من خلال معامل التحديد الذي بلغت قيمته 96.88% وهي نسبة جيدة أما النسبة الباقية فهي تعود لمتغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج، كما تعود للمشاكل والأخطاء الإحصائية عند تقدير النموذج.

- أما فيما يخص العلاقة بين المتغيرات المستقلة المذكورة في النموذج واحتياطي الصرف الأجنبي في تونس على المدى البعيد (الجدول رقم 4-3) نلاحظ أن أغلب معالم النموذج ليس لها دلالة معنوية ماعدا الانفتاح التجاري الذي احتمال إحصائية معلمته تقدر بـ 0.04 وهي أقل من 0.05 مما يدل على أن الانفتاح التجاري في الفترة t يؤثر إيجابيا على احتياطي الصرف الأجنبي في تونس على المدى الطويل وهذا ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية.

- أما فيما يخص العلاقة في المدى القصير (نموذج تصحيح الخطأ): نلاحظ أن معامل تصحيح الخطأ سالب (-1.0127) ومعنوي إحصائيا مما يدل على وجود تعديل على المدى الطويل، حيث أن احتياطي الصرف الأجنبي في تونس يتصحح بما يعادل 101.27% من اختلال قيمته التوازنية في الفترة، أي أنه يستغرق تقريبا سنة واحدة حتى يعود لقيمه التوازنية في المدى البعيد بعد أثر الصدمة في متغيرات الدراسة وهي تمثل سرعة العودة إلى التوازن.

المبحث الثاني: قياس أثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

تسعى الجزائر كغيرها من الدول إلى تكوين مستوى كافي من الاحتياطيات الأجنبية من أجل مواجهة الصدمات الخارجية ومعالجة الاختلال في ميزان المدفوعات.

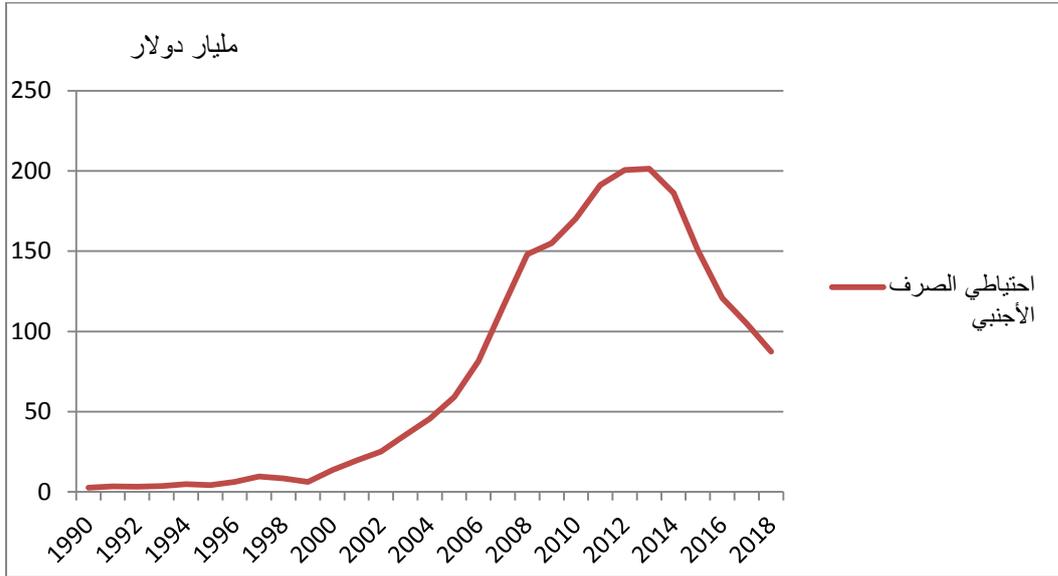
المطلب الأول: تطور احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر خلال الفترة من 1990-2018

شهد احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر تطورا كبيرا خلال الفترة من 1990 إلى 2018، خاصة بعد تطبيق برنامج التعديل الهيكلي مع صندوق النقد الدولي وإعادة جدولة الديون الخارجية الأمر الذي أدى إلى تعزيز الملاءة الائتمانية والمركز المالي للجزائر اتجاه الخارج.

من خلال الشكل (4-6) الذي يوضح تطور إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر خلال الفترة من 1990-2018 نلاحظ زيادة احتياطيات الصرف الأجنبي من 1990 إلى 2013 حيث ارتفعت من 2.70 مليار دولار سنة 1990 إلى 201.43 مليار دولار سنة 2013 وهذا يعود إلى التطورات الإيجابية في الحساب الجاري لميزان المدفوعات الناتجة عن ارتفاع أسعار المحروقات.

غير أن هذا المستوى عرف انخفاضا بداية من سنة 2014 وصل إلى 87.38 مليار دولار سنة 2018 ويعود هذا الانخفاض إلى انخفاض حاد في أسعار البترول ابتداء من سنة 2014 وارتفاع عجز ميزان المدفوعات الناتج عن الصدمة الخارجية إلى جانب ارتفاع عجز حساب رأس المال.

الشكل (4-6): تطور احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر من 1990-2018.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي

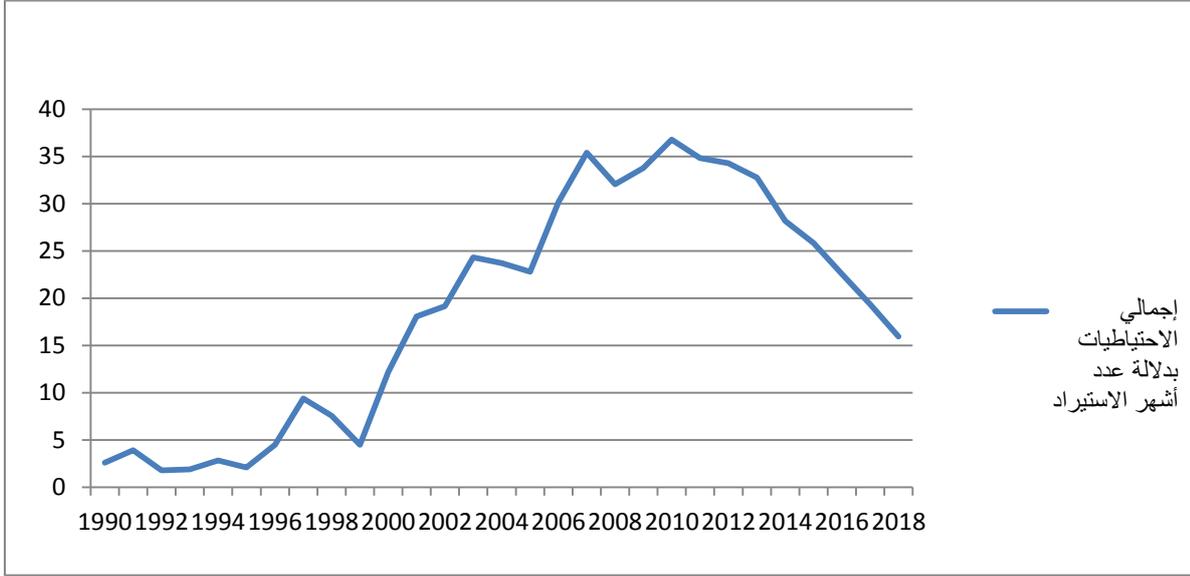
للحكم على مدى كفاية احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر نستعمل مؤشرات لقياس الحجم الأمثل نذكر أهمها فيما يلي:

أولاً: مؤشر احتياطي الصرف الأجنبي إلى الواردات

يعتبر الكثير أن أفضل مؤشر للحكم على مدى كفاية الاحتياطيات في الاقتصاد الجزائري هو المؤشر الذي يقيس عدد أشهر الواردات التي تغطيها الاحتياطيات، باعتبار الاقتصاد الجزائري يتميز بدرجة عالية من التنوع للواردات، حيث يعتبر أن عدد شهور الواردات التي تغطيها الاحتياطيات والتي تعتبر كافية في الاقتصاد الجزائري هي ستة أشهر.

يوضح الشكل (4-7) عدد شهور الواردات التي تغطيها احتياطيات الصرف في الجزائر خلال الفترة من 1990-2018، حيث تبين من خلال الشكل أن حيازة الاحتياطيات في الجزائر يعتبر أعلى من المعدل المعياري خاصة في السنوات الأخيرة حيث نلاحظ أن تغطية الاحتياطيات للواردات وصلت أعلى قيمة لها 36.78% سنة 2010 أي ما يعادل تغطية لمدة ثلاث سنوات وهذه المدة مبالغ فيها مقارنة بمعايير كفاية الاحتياطيات.

الشكل (4-7): احتياطيات الصرف الأجنبي بدلالة عدد أشهر الواردات في الجزائر

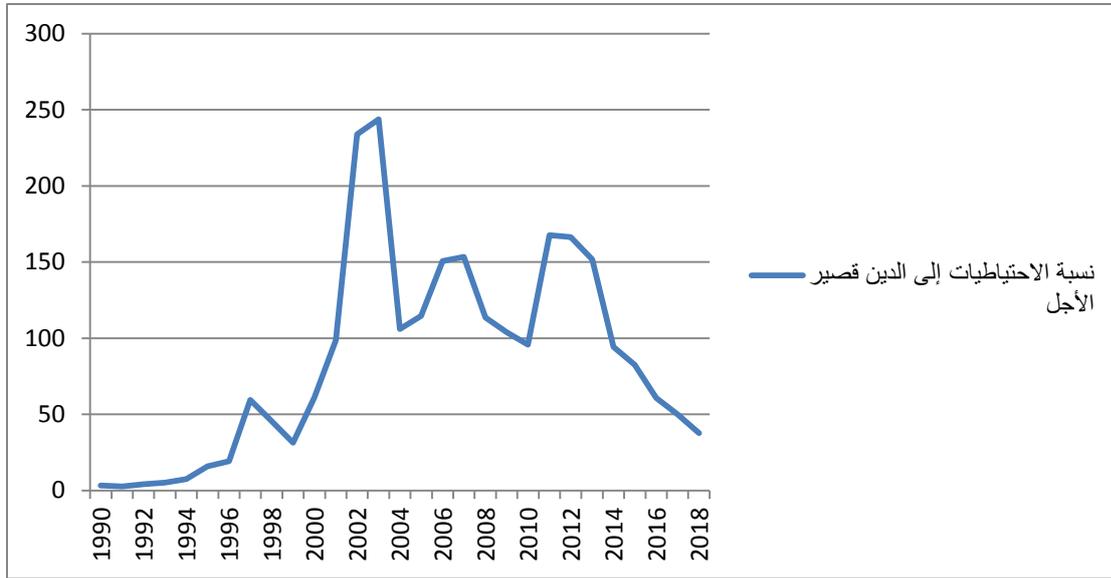


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

ثانيا: مؤشر الاحتياطيات إلى الدين الخارجي قصير الأجل

تقيس هذه النسبة قدرة بنك الجزائر على مواجهة المدفوعات الدولية على المدى القصير في حال حدوث انقطاع مفاجئ للتمويل الدولي، إن النسبة العادية بالنسبة لهذا المؤشر هي 1، أي أن الاحتياطيات تكون قادرة على سداد الديون الخارجية لمدة سنة واحدة على الأقل، ويعرض الشكل (4-8) نسبة الاحتياطيات إلى الدين الخارجي قصير الأجل في الجزائر خلال الفترة من 1900-2018، حيث نلاحظ ارتفاع هذه النسبة في الجزائر حيث سجلت أعلى نسبة لها سنة 2003 بـ 243.63% وهي نسبة أعلى من غيرها من الدول المصدرة للنفط ويرجع ذلك إلى قيام الجزائر بالتسديد المسبق لديونها الخارجية وتحميد عمليات التمويل الخارجي.

الشكل (4-8): نسبة احتياطيات إلى الدين قصير الأجل في الجزائر للفترة من 1990-2018.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

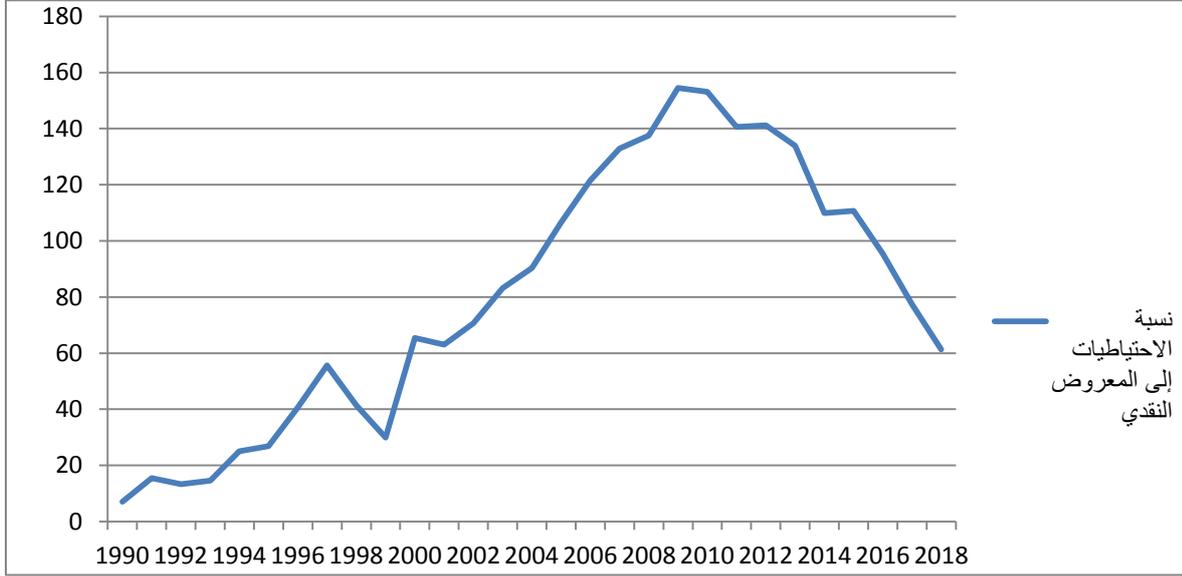
ثالثا: مؤشر احتياطي الصرف الأجنبي إلى عرض النقود

يقيس هذا المؤشر كمية رؤوس الأموال التي يمكن للأفراد تحويلها إلى خارج، وبالتالي يستخدم كإنداز مبكر لوقوع الأزمات المالية.

هذه النسبة هي تقييم لقدرة بنك الجزائر لدعم خصومه ومصداقية دفاعه عن سعر الصرف، وخاصة إذا كان سعر الصرف مربوطا أو مدارا، فالافتراض الأساسي هو أنه في حال وقوع الأزمة المالية وفقدان الثقة في النظام المالي المحلي، يقوم المقيمون بتحويل العملة المحلية إلى العملات الأجنبية و تهرب رؤوس الأموال إلى خارج الاقتصاد.

من خلال الشكل (4-9) الذي يوضح نسبة الاحتياطيات إلى المعروض النقدي نلاحظ ارتفاع هذه النسبة في الجزائر وهذا يدل على أن بنك الجزائر له قدرة كبيرة على الوفاء بالتزاماته والدفاع عن سعر صرف عملته وإدارتها في حدود ضيقة. ففي حالة الأزمات المالية تنعدم الثقة في النظام المالي المحلي وبالتالي يقبل الأفراد على تحويل العملة المحلية إلى عملة أجنبية وتصدير رأس المال إلى الخارج وبالتالي تكون هذه النسبة منخفضة، وبالتالي يمكن القول أن الجزائر لديها نسبة تغطية كبيرة.

الشكل (4-9) : نسبة الاحتياطيات إلى المعروض النقدي في الجزائر من 1990-2018.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

المطلب الثاني : تقدير النموذج وفق منهجية ARDL

أولاً: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية

سنحاول دراسة استقرارية كل سلسلة زمنية ونحاول البدء بدراسة وصفية للسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة.

1- دراسة وصفية للسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة:

تتم هذه الدراسة الوصفية من خلال عرض أهم الخصائص الإحصائية للمتغيرات المدروسة، المتوسط الانحراف المعياري، أقصى وأدنى قيمة إضافة للوسيط كما يلي:¹

سلسلة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الناتج المحلي الإجمالي (res): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 51.43 وقيمة عظمى 113.05 سنة 2009 وقيمة صغرى 4.53 سنة 1990، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 52.24 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 36.05.

¹ أنظر الملحق رقم: 25.

سلسلة الانفتاح التجاري (**open**): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 59.66 وقيمة عظمى 76.68 سنة 2008 وقيمة صغرى 44.92 سنة 1993، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 59.69 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 8.81.

سلسلة المعروض النقدي إلى الناتج المحلي الإجمالي (**m2**): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 59.30 وقيمة عظمى 82.00 سنة 2016 وقيمة صغرى 33.00 سنة 1996، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 61.77 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 14.86.

سلسلة معدل التضخم السنوي (**inf**): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 9.04 وقيمة عظمى 31.66 سنة 1992 وقيمة صغرى 0.33 سنة 2000، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 4.78 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 9.48.

سلسلة سعر الصرف (**ER**): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 67.22 وقيمة عظمى 116.59 سنة 2018 وقيمة صغرى 8.95 سنة 1990، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 72.64 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 26.60.

سلسلة نسبة الاستثمارات الأجنبية الواردة إلى الناتج المحلي الإجمالي (**DFI**): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 0.83 وقيمة عظمى 2.03 سنة 2001 وقيمة صغرى -0.24 سنة 2015، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 0.80 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 0.64.

سلسلة نسبة القروض الممنوحة للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي (**CP**): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 11.69 وقيمة عظمى 24.82 سنة 2018 وقيمة صغرى 3.70 سنة 1991، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 11.92 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 6.38.

سلسلة نسبة رصيد الحساب الرأسمالي إلى الناتج المحلي الإجمالي (**CCA**): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط -2.03 وقيمة عظمى 2.52 سنة 2009

وقيمة صغرى 9.79- سنة 1995، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 1.62- وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 3.17.

2- دراسة استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة:

يمكن تلخيص نتائج اختبار ديكي فولر المطور للسلاسل الزمنية الأصلية لمتغيرات الدراسة في الجدول التالي كما يلي:

جدول (4-4) : نتائج اختبار ديكي فولر "ADF" لسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة¹.

القرار	احتمال المعامل	القيمة الحرجة*	إحصائية المعامل	المعامل	التأخر	النموذج	السلسلة
مقدر معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويا عن الصفر وبالتالي نرفض فرضية أن تكون السلسلة من نوع TS.	0.17	-	-	b	0	3	RES
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي.	0.99	-3.58	0.64	ϕ			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف.	0.11	-	-	c		2	
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي	0.60	-2.97	-1.32	ϕ	0		
نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي	0.67	-1.95	0.003	ϕ	0	1	
السلسلة من نوع DS	0.93	-	-	b	0	3	OPEN
وجود جذر وحدوي	0.89	-3.58	- 1.18	ϕ			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.10	-	-	c		2	
وجود جذر وحدوي	0.46	-2.97	-1.60	ϕ	0		
وجود جذر وحدوي	0.73	-1.95	0.18	ϕ	0	1	
السلسلة من نوع TS	0.0009	-	-	b	0	3	M2
وجود جذر وحدوي	0.059	-3.58	-3.49	ϕ			

¹ الملاحق رقم : 26-27-28-29-30-31-32-33.

الفصل الرابع: قياس أثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي لدول المغرب العربي

السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.48	-	-	c	0	2	INF
وجود جذر وحدوي	0.86	-2.97	-0.57	ϕ			
وجود جذر وحدوي	0.80	-1.95	0.43	ϕ	0	1	
نرفض أن تكون السلسلة من TS	0.30	-	-	b	0	3	
وجود جذر وحدوي	0.66	-3.58	-1.82	ϕ			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.48	-	-	C	0	2	
وجود جذر وحدوي	0.52	-2.97	-1.49	ϕ			
وجود جذر وحدوي	0.14	-1.95	-1.40	ϕ	0	1	
السلسلة من نوع TS	0.0019	-	-	b	6	3	
وجود جذر وحدوي	0.10	-3.63	-3.24	ϕ			
السلسلة من نوع DS بانحراف	0.02	-	-	C	0	2	
وجود جذر وحدوي	0.63	-2.97	-1.26	ϕ			
وجود جذر وحدوي	0.99	-1.95	2.69	ϕ	1	1	
نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	0.56	-	-	b	0	3	
وجود جذر وحدوي	0.26	-3.58	-2.63	ϕ			
السلسلة من نوع DS بانحراف	0.029	-	-	C	0	2	
وجود جذر وحدوي	0.09	-2.97	-2.66	ϕ			
وجود جذر وحدوي	0.18	-1.95	-1.27	ϕ	0	1	
السلسلة من نوع TS	0.04	-	-	b	0	3	
وجود جذر وحدوي	0.69	-3.58	-1.75	ϕ			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.54	-	-	C	0	2	
وجود جذر وحدوي	0.98	-2.97	0.55	ϕ			
وجود جذر وحدوي	0.99	-1.95	2.39	ϕ	0	1	
السلسلة من نوع TS	0.038	-	-	b	0	3	
وجود جذر وحدوي	0.09	-3.58	-3.27	ϕ			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.27	-	-	C	0	2	
وجود جذر وحدوي	0.17	-2.97	-2.30	ϕ			
عدم وجود جذر وحدوي	0.042	-1.95	-2.03	ϕ	0	1	

ملاحظة: مستوى معنوية المعتمد 5%.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9.5.

الفصل الرابع: قياس أثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي لدول المغرب العربي

من خلال نتائج الجدول يتضح أن السلسلة الزمنية: CCA, مستقرة عند المستوى ، أما السلاسل الزمنية RES ، OPEN ، M2 ، INF ، ER ، DFI ، CP غير مستقرة عند المستوى بسبب وجود الجذر الوحدوي مما يوجب علينا إجراء الفروق من الدرجة الأولى.

- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى: يلخص الجدول(4-5) نتائج اختبار ديكي- فولر المطور ADF للسلاسل الزمنية غير المستقرة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى.

الجدول(4-5): نتائج اختبار ديكي- فولر المطور ADF للسلاسل الزمنية غير المستقرة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى¹

السلسلة	النموذج	التأخر	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة*	احتمال المعامل	القرار
D(RES)	3	0	b	-	-	0.14	نرفض فرضية أن تكون السلسلة من نوع TS.
			ϕ	-3.90	-3.58	0.02	عدم وجود جذر وحدوي.
	2	0	c	-	-	0.61	السلسلة من نوع DS بدون انحراف.
			ϕ	-3.54	-2.97	0.01	عدم وجود جذر وحدوي
	1	0	ϕ	-3.57	-1.95	0.0009	عدم وجود جذر وحدوي
			b	-	-	0.48	نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS
D(OPEN)	3	0	ϕ	-4.84	-3.58	0.003	عدم وجود جذر وحدوي
			c	-	-	0.83	السلسلة من نوع DS بدون انحراف
	2	0	ϕ	-4.85	-2.97	0.0006	عدم وجود جذر وحدوي
			ϕ	-4.94	-1.95	0.000	عدم وجود جذر وحدوي
	1	0	b	-	-	0.52	نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS
			ϕ	-5.13	-3.58	0.0016	عدم وجود جذر وحدوي
D(M2)	2	0	c	-	-	0.31	السلسلة من نوع DS بدون انحراف
			ϕ	-5.19	-2.97	0.0002	عدم وجود جذر وحدوي
	1	0	ϕ	-5.11	-1.95	0.000	عدم وجود جذر وحدوي

¹ الملاحق رقم: 40-39-38-37-36-35-34.

الفصل الرابع: قياس أثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي لدول المغرب العربي

نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	0.39	-	-	b	2	3	D(INF)
عدم وجود جذر وحدوي	0.0009	-3.58	-5.40	ϕ			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.41	-	-	C	0	2	
عدم وجود جذر وحدوي	0.0002	-2.97	-5.39	ϕ			
عدم وجود جذر وحدوي	0.000	-1.95	-5.37	ϕ	0	1	
نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	0.98	-	-	b	0	3	
عدم وجود جذر وحدوي	0.04	-3.58	-3.64	ϕ			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.06	-	-	C	0	2	
عدم وجود جذر وحدوي	0.009	-2.97	-3.74	ϕ			
عدم وجود جذر وحدوي	0.038	-1.95	-3.03	ϕ	0	1	
نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	0.32	-	-	b	1	3	D(DFI)
عدم وجود جذر وحدوي	0.0006	-3.59	-5.58	ϕ			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.72	-	-	C	0	2	
عدم وجود جذر وحدوي	0.000	-2.97	-6.82	ϕ			
عدم وجود جذر وحدوي	0.000	-1.95	-6.93	ϕ	0	1	
نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	0.31	-	-	b	0	3	
عدم وجود جذر وحدوي	0.0014	-3.58	-5.18	ϕ			
السلسلة من نوع DS بانحراف	0.03	-	-	C	0	2	
عدم وجود جذر وحدوي	0.0003	-2.97	-5.08	ϕ			
عدم وجود جذر وحدوي	0.001	-1.95	-4.23	ϕ	0	1	

ملاحظة: مستوى معنوية المعتمد 5%.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews 9.5*.

من خلال نتائج الجدول يتضح أن كل من السلاسل: $D(RES)$ ، $D(OPEN)$ ، $D(M2)$ ، $D(ER)$

$D(DFI)$ $D(INF)$ $D(CP)$ مستقرة عند الفروق من الدرجة الأولى.

من خلال النتائج السابقة نجد أن السلسلة الزمنية: CCA متكاملة من الدرجة الصفر عند مستوى

معنوية 5% أي: 5%..... $I(0)$ ، والسلاسل الزمنية RES ، $OPEN$ ، $M2$ ، CP ، INF ، ER ، DFI

متكاملة من الدرجة الأولى: 5%..... $I(1)$ وبالتالي تعتبر نماذج الانحدار الذاتي ذات فترات الإبطاء

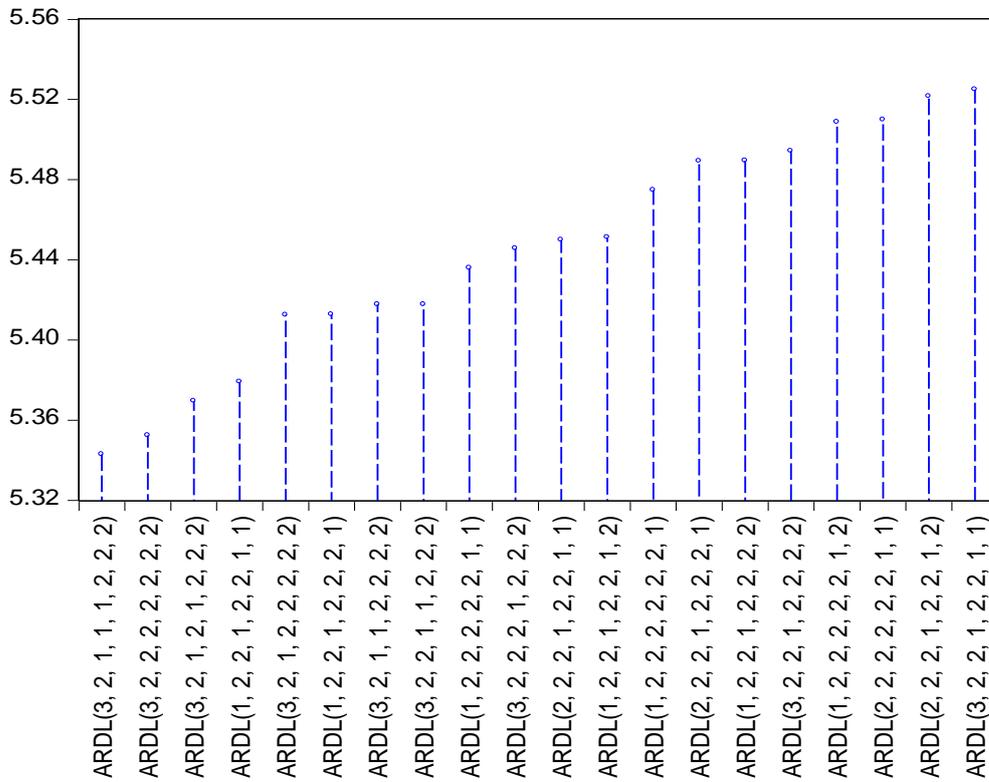
الموزعة أحسن طريقة لاختبار العلاقة بين المتغيرات.

ثالثا: تقدير النموذج

تم تحديد درجة التأخير آليا بالاعتماد على قيمة Akaike حيث تحددت درجة التأخير بالقيمة 3 بالنسبة للمتغير التابع والقيمة 2 بالنسبة للمتغيرات المستقلة التي توافق أقل قيمة لمعيار Akaike. تم تقدير 6561 نموذج ARDL آليا وتم استخلاص أحسن 20 نموذج استنادا إلى أقل قيمة لمعيار Akaike كما هو موضح في الشكل (4-9).

الشكل (4-10): أحسن 20 نموذج ARDL وفقا لمعيار Akaike في الجزائر.

Akaike Information Criteria (top 20 models)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9.5.

أما النموذج الأمثل لأثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر فيوافق النموذج ARDL(3,2,1,1,1,2,2,2) حيث بلغت قيمة Akaike 5.342885¹ وصيغة النموذج كالتالي²:

¹ الملحق رقم: 41.

² الملحق رقم: 42.

$$\begin{aligned}
 \text{RES} = & 0.300811049274*\text{RES}(-1) + 0.363852770136*\text{RES}(-2) - 0.484334280191*\text{RES}(-3) + \\
 & 0.760543572056*\text{OPEN} + 0.689859931488*\text{OPEN}(-1) + 3.80257855492*\text{OPEN}(-2) - \\
 & 1.39298281385*\text{M2} - 3.58901868231*\text{M2}(-1) + 2.80679260812*\text{INF} - \\
 & 0.868501791254*\text{INF}(-1) - 0.997069375478*\text{ER} + 1.86413724764*\text{ER}(-1) - \\
 & 30.5276019917*\text{DFI} - 10.7031953805*\text{DFI}(-1) + 11.1103588024*\text{DFI}(-2) + \\
 & 11.9429557136*\text{CP} - 1.45193677202*\text{CP}(-1) - 4.32948468733*\text{CP}(-2) + \\
 & 1.75637146413*\text{CCA} + 2.95954220477*\text{CCA}(-1) + 2.12696500279*\text{CCA}(-2) - \\
 & 89.2647061948 .
 \end{aligned}$$

من خلال اختبار ستودنت يتضح لنا أن t^{c} prop للمعلمات :

DFI, CP, INF , M2(-1), OPEN(-2) هي على التوالي: 0.042، 0.037، 0.045، 0.045، 0.043 وهي أقل من الاحتمال 0.05 وبالتالي فإن هذه المعلمات لها معنوية إحصائية و تأخذ القيم: 3.80، 3.58-، 2.80، 11.94، -30.52 على التوالي.

عدم وجود معنوية إحصائية لباقي المعلمات لأن احتمال إحصائية t أكبر من الاحتمال 0.05.

- اختبار فيشر F يثبت المعنوية الكلية لمعلمات النموذج نظرا لأن احتمالها يساوي 0.00023 وهو أقل من 0.05 وبالتالي فالنموذج مقبول إحصائيا.

رابعا: تشخيص النموذج المقدر

1- اختبار قوة التأثير

من خلال معامل التحديد الذي يساوي 0.9876 يدل على جودة توفيق النموذج ومقدرته على تفسير التغيرات التي تحدث في احتياطي الصرف الأجنبي، حيث أن التغيرات في المتغيرات المستقلة تفسر لنا ما يربو عن 98.76% من التقلبات في احتياطي الصرف الأجنبي وهو تأثير جيد.

2- دراسة واختبار البواقي:

- إن قيمة درين واتسون $DW = 2.84$ بوقوعها داخل مجال الشك تشير إلى أن الارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى غير محدد .
- إحصائية Jaque-Bera تثبت أن البواقي تتبع توزيع طبيعي نظرا لأن احتمالها يقدر ب 0.77 وهو أكبر من 0.05^1 .

- اختبار Breusch – Godfre :

¹ الملحق رقم: 43.

إن إحصائية $BG-LM$ تشير إلى خلو النموذج من مشكلة الارتباط التسلسلي حيث أن الاحتمال المقابل لقيمة F أكبر من القيمة الحرجة : $(prob = 0.18 > 0.05)$ ومنه لا نرفض فرضية العدم، وبالتالي خلو النموذج من مشكلة الارتباط التسلسلي بين البواقي.¹

3- اختبار مدى ملائمة تحديد أو تصميم النموذج المقدر من حيث الشكل الدالي لهذا النموذج: يمكن معرفة مدى ملائمة النموذج تصميم النموذج من حيث الشكل الدالي بالاعتماد على اختبار "*Ramsey RESET*" حيث أن احتمال إحصائية هذا الأخير أكبر من الاحتمال 0.05 وهو يساوي $0.17 (F-Prob = 0.17 > 0.05)$ وبالتالي نقبل فرضية صحة الشكل الدالي المستخدم في النموذج.²

4- اختبار الحدود **Bounds teste**: من خلال اختبار الحدود نقارن إحصائية F مع I_0 و I_1 ، إذا كانت F تزيد عن الحد الأعلى I_1 نقول أن هذه المعادلة متكاملة أما إذا كانت تقل عن I_0 نقول أنها غير متكاملة أما إذا وقعت بين I_0 و I_1 فهي غير واضحة، وبما أن إحصائية F قدرت بـ 6.69 وهي أكبر من القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 1%، 2.5%، 5%، 10% نقول أن هذه المعادلة متكاملة وبالتالي وجود علاقة على مدى البعيد.³

خامسا: تقدير العلاقة في المدى الطويل والقصير

1- تقدير العلاقة في المدى الطويل

بعد التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات سوف نقوم بتقدير العلاقة طويلة الأجل في إطار نموذج $ARDL$ في الجزائر والنتائج موضحة في الجدول التالي:

¹ الملحق رقم : 44.

² الملحق رقم: 44.

³ الملحق رقم : 45.

الجدول (4-6): نتائج تقديرات العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات في الجزائر

Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OPEN	6.408651	0.755885	8.478341	0.0011
M2	-6.078054	1.654690	-3.673229	0.0213
INF	2.364720	0.725784	3.258159	0.0311
ER	1.057825	0.350472	3.018283	0.0392
DFI	-36.747010	10.286598	-3.572319	0.0233
CP	7.517087	2.523402	2.978949	0.0408
CCA	8.348329	1.802009	4.632789	0.0098
C	-108.903163	39.558845	-2.752941	0.0512

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews 9.5*.

2- تقدير العلاقة في المدى القصير (نموذج تصحيح الخطأ):

سوف يتم تقدير نموذج تصحيح الخطأ باستخدام طريقة المربعات الصغرى ومن خلال عملية التقدير حصلنا على النموذج التالي¹:

$$\begin{aligned}
 D(\text{RES}) = & 0.120481510056 * D(\text{RES}(-1)) + 0.484334280191 * D(\text{RES}(-2)) + \\
 & 0.760543572056 * D(\text{OPEN}) - 3.802578554923 * D(\text{OPEN}(-1)) - 1.392982813854 * D(\text{M2}) + \\
 & 2.806792608123 * D(\text{INF}) - 0.997069375478 * D(\text{ER}) - 30.527601991743 * D(\text{DFI}) - \\
 & 11.110358802362 * D(\text{DFI}(-1)) + 11.942955713636 * D(\text{CP}) + 4.329484687330 * D(\text{CP}(-1)) + \\
 & 1.756371464130 * D(\text{CCA}) - 2.126965002792 * D(\text{CCA}(-1)) - 0.819670460781 * (\text{RES} - \\
 & (6.40865117 * \text{OPEN}(-1) - 6.07805421 * \text{M2}(-1) + 2.36471962 * \text{INF} + 1.05782496 * \text{ER}(-1) - \\
 & 36.74700994 * \text{DFI}(-1) + 7.51708711 * \text{CP}(-1) + 8.34832899 * \text{CCA}(-1) - 108.90316349))
 \end{aligned}$$

المطلب الثالث: التحليل الإحصائي والاقتصادي لنتائج التقدير

من خلال النتائج السابقة حصلنا على الصيغة القياسية المثلى للنموذج وهي:

$$\begin{aligned}
 \text{RES} = & 0.300811049274 * \text{RES}(-1) + 0.363852770136 * \text{RES}(-2) - 0.484334280191 * \text{RES}(-3) + \\
 & 0.760543572056 * \text{OPEN} + 0.689859931488 * \text{OPEN}(-1) + 3.80257855492 * \text{OPEN}(-2) - \\
 & 1.39298281385 * \text{M2} - 3.58901868231 * \text{M2}(-1) + 2.80679260812 * \text{INF} - \\
 & 0.868501791254 * \text{INF}(-1) - 0.997069375478 * \text{ER} + 1.86413724764 * \text{ER}(-1) - \\
 & 30.5276019917 * \text{DFI} - 10.7031953805 * \text{DFI}(-1) + 11.1103588024 * \text{DFI}(-2) + \\
 & 11.9429557136 * \text{CP} - 1.45193677202 * \text{CP}(-1) - 4.32948468733 * \text{CP}(-2) + \\
 & 1.75637146413 * \text{CCA} + 2.95954220477 * \text{CCA}(-1) + 2.12696500279 * \text{CCA}(-2) - \\
 & 89.2647061948 + 0.345183596108 * \text{CP}(-1) - 0.684967233151 * \text{CP}(-2) + \\
 & 1.71255660638 * \text{CCA} - 2.02715888301 * \text{CCA}(-1) - 22.5890484334
 \end{aligned}$$

¹ الملحق رقم: 46.

يتضح من خلال صيغة النموذج مايلي:

- وجود تأثير طردي ومعنوي إحصائيا لنسبة الانفتاح التجاري إلى الناتج في الفترة $t-2$ على احتياطي الصرف الأجنبي للفترة t في الجزائر، أي أنه كلما ارتفعت نسبة الانفتاح التجاري في الفترة $t-2$ بـ 1% ترتفع نسبة احتياطي الصرف الأجنبي للفترة t في الجزائر بـ 3.80%، وهذا يعتبر مقبول من الناحية الاقتصادية لأنه مع زيادة الانفتاح التجاري تصبح الدولة أكثر عرضة للأزمات الاقتصادية الناتجة عن لا استقرار في ميزان المدفوعات، لهذا تعمل على زيادة حجم احتياطي لمواجهة ما قد تتعرض له من أزمات، ولهذا فإن الانفتاح التجاري المتأخر بسنتين له دور في تكوين احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر.
- وجود تأثير عكسي ومعنوي إحصائيا لنسبة المعروض النقدي إلى الناتج في الفترة $t-1$ على احتياطي الصرف الأجنبي في الفترة الحالية في الجزائر، حيث أنه كلما ارتفعت نسبة المعروض النقدي إلى الناتج المحلي الإجمالي في الفترة $t-1$ بـ 1% انخفض احتياطي الصرف الأجنبي إلى الناتج في الجزائر في الفترة t بـ 3.58%، وهذا غير مقبول من الناحية الاقتصادية، لأن نسبة المعروض النقدي إلى الناتج المحلي الإجمالي تقيس درجة الانفتاح المالي وبالتالي كلما زادت درجة الانفتاح المالي تصبح الدولة أكثر عرضة للأزمات المالية الأمر الذي يدفعها لزيادة تكوين احتياطي الصرف الأجنبي لمواجهة هذه الأزمات.
- وجود تأثير طردي ومعنوي إحصائيا لمعدل التضخم في الفترة t على احتياطي الصرف الأجنبي للفترة t في الجزائر، حيث أنه كلما ارتفع معدل التضخم في الفترة t بـ 1% ارتفع احتياطي الصرف الأجنبي إلى الناتج في الفترة t بـ 2.80%، وهذا غير مقبول من الناحية الاقتصادية لأن ارتفاع معدل التضخم يجعل معدلات الفائدة الحقيقية سالبة الأمر الذي ينعكس سلبا على الاستثمار والنمو الاقتصادي وبالتالي انخفاض احتياطي الصرف الأجنبي.
- وجود تأثير عكسي ومعنوي لنسبة الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج للفترة t في الجزائر على احتياطي الصرف الأجنبي في الفترة t ، حيث أنه كلما ارتفعت نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الناتج في الفترة t بـ 1% انخفضت نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الناتج في الفترة t بـ 30.52%، وهذا غير مقبول من الناحية الاقتصادية، حيث أن ارتفاع نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة يؤدي إلى ارتفاع نسبة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية التي تشكل جزء من احتياطي

- الصرف الأجنبي وبالتالي يمكن القول أن الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر لا يساهم في رفع احتياطي الصرف الأجنبي.
- وجود تأثير طردي ومعنوي إحصائيا لنسبة الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص كنسبة من إجمالي الناتج في الفترة t على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر في الفترة t ، حيث كلما ارتفعت نسبة الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج في الفترة t بـ 1% ارتفعت نسبة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر في الفترة t بـ 11.94% وهو مقبول من الناحية الاقتصادية لأن نسبة القروض المقدمة للقطاع الخاص والتي تعتبر كمؤشر من مؤشرات التحرير المالي تعمل على رفع الناتج المحلي الإجمالي، وبالتالي يمكن القول أن سياسة منح وتوزيع القروض في الجزائر تساهم بنسبة قليلة في تكوين احتياطي الصرف الأجنبي.
 - وجود تأثير عكسي ومعنوي إحصائيا (عند مستوى معنوية 10%) لكل من نسبة المعروض النقدي إلى الناتج في الفترة t ومعدل التضخم في الفترة $t-1$ ونسبة الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج في الفترة $t-2$ على احتياطي الصرف الأجنبي للفترة t في الجزائر، أي أنه كلما ارتفعت نسبة المعروض النقدي إلى الناتج في الفترة t ومعدل التضخم في الفترة $t-1$ ونسبة الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج في الفترة $t-2$ بـ 1% تنخفض نسبة احتياطي الصرف الأجنبي للفترة t في الجزائر بـ 1.39% و 0.86% و 4.32% على التوالي.
 - وجود تأثير طردي ومعنوي إحصائيا (عند مستوى معنوية 10%) لكل من نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الناتج في الفترة $t-2$ و نسبة رصيد حساب رأس المال إلى الناتج في الفترة t و $t-1$ و $t-2$ على نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الناتج في الفترة t في الجزائر، حيث كلما ارتفعت نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الناتج في الفترة $t-2$ و نسبة رصيد حساب رأس المال إلى الناتج في الفترة t و $t-1$ و $t-2$ بـ 1% ترتفع نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الناتج في الفترة t بـ 11.11% و 1.75% و 2.95% و 2.12% على التوالي، وهذا يدل على أن تحسن وضعية حساب رأس المال في الجزائر يساهم في رفع مستوى احتياطي الصرف الأجنبي بنسبة قليلة.
 - عدم وجود تأثير معنوي إحصائيا لباقي المتغيرات المستقلة على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر.
 - الثابت غير معنوي إحصائيا عند 5% ومعنوي عند 10% .

- بالنسبة للقوة التفسيرية للمتغيرات المذكورة أعلاه لاحتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر قدرت من خلال معامل التحديد الذي بلغت قيمته 98.76% وهي نسبة جيدة أما النسبة الباقية فهي تعود لمتغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج، كما تعود للمشاكل والأخطاء الإحصائية عند تقدير النموذج.
- أما فيما يخص العلاقة بين المتغيرات المستقلة المذكورة في النموذج واحتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر على المدى البعيد (الجدول (4-6)) نلاحظ أن أغلب معالم النموذج لها دلالة معنوية، حيث نلاحظ وجود أثر طردي ومعنوي لكل من الانفتاح التجاري، معدل التضخم، سعر الصرف، نسبة الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص، نسبة رصيد حساب رأس المال على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر على المدى البعيد، ووجود أثر عكسي ومعنوي لنسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة والمعروض النقدي على احتياطي الصرف الأجنبي على المدى البعيد.
- أما فيما يخص العلاقة في المدى القصير (نموذج تصحيح الخطأ): نلاحظ أن معامل تصحيح الخطأ سالب (-0.8196) ومعنوي إحصائياً مما يدل على وجود تعديل على المدى الطويل، حيث أن احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر يتصحح بما يعادل 81.96% من اختلال قيمته التوازنية في الفترة، أي أنه يستغرق تقريبا سنة وشهرين حتى يعود لقيمته التوازنية في المدى البعيد بعد أثر الصدمة في متغيرات الدراسة وهي تمثل سرعة العودة إلى التوازن.

المبحث الثالث: قياس أثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي في المغرب

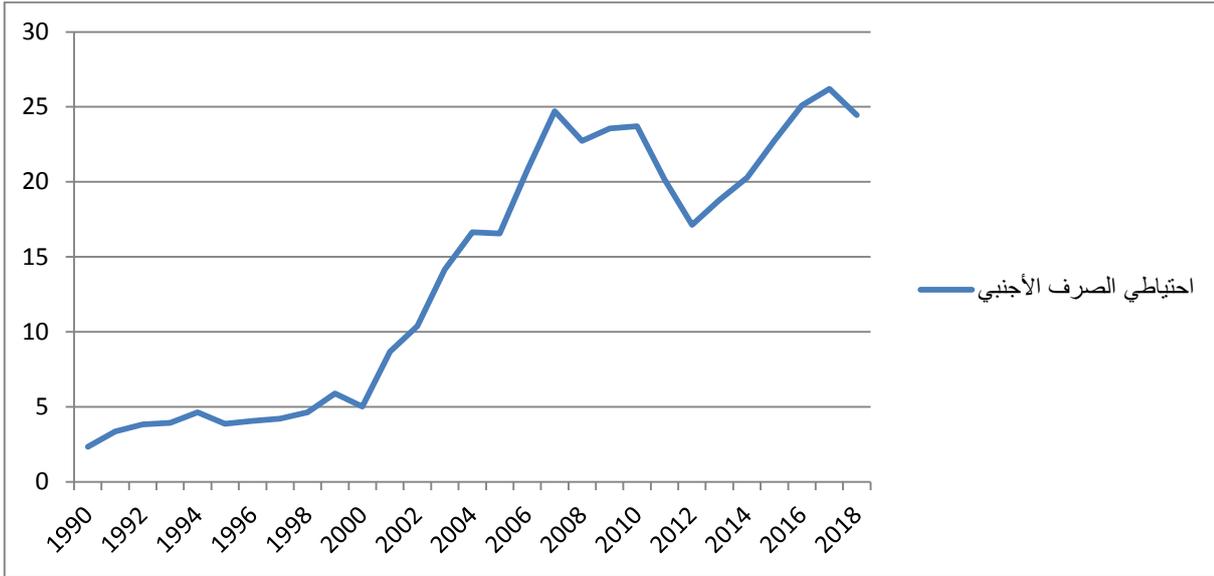
نفذت المغرب العديد من الإصلاحات الاقتصادية والمالية بغية تحسين مؤشرات الاقتصاد الكلي وتكوين احتياطي صرف ملائم وكافي للتصدي للأزمات المالية والاقتصادية، ولكن تكوين حجم هام من الاحتياطيات تؤثر فيه العديد من العوامل ومنها سياسة التحرير المالي.

المطلب الأول: تطور احتياطي الصرف الأجنبي في المغرب خلال الفترة من 1990-2018

عرف احتياطي الصرف الأجنبي في المغرب تزايدا خلال الفترة من 1990 إلى 2018، من خلال الشكل (4-11) الذي يوضح تطور إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي في المغرب خلال الفترة من 1990-2018 نلاحظ زيادة احتياطيات الصرف الأجنبي من 1990 إلى 2007 حيث ارتفعت من 2.33 مليار دولار سنة 1990 إلى 24.71 مليار دولار سنة 2007 وهذا نتيجة تطبيق سياسة التقويم الهيكلي التي أدت إلى تحسين مؤشرات الاقتصاد الكلي وتطبيق سياسة الخصوصية وتحرير الأسواق.

غير أن هذا المستوى عرف انخفاض بداية من سنة 2008 وصل إلى أدنى قيمة له سنة 2012 بـ 17.13 مليار دولار، نتيجة تقلب الأسعار الدولية لمنتجات التصدير الأساسية كالفسفات وانخفاض الاستثمارات الأجنبية المباشرة وتحويلات المهاجرين.

الشكل رقم (4-11): تطور احتياطي الصرف الأجنبي في المغرب للفترة من 1990-2018.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

وللحكم على مدى كفاية احتياطي الصرف الأجنبي في المغرب نستعمل مؤشرات لقياس الحجم الأمثل نذكر أهمها فيما يلي:

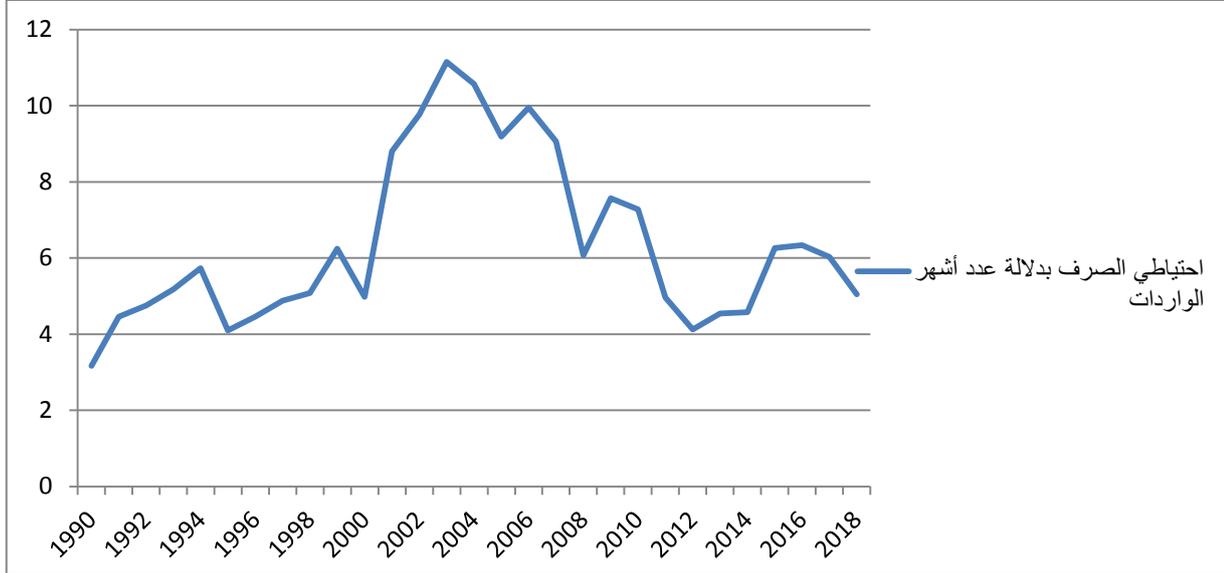
أولاً: مؤشر احتياطي الصرف الأجنبي إلى الواردات

يعتبر الكثير أن أفضل مؤشر للحكم على مدى كفاية الاحتياطيات في الاقتصاد المغربي هو المؤشر الذي يقيس عدد أشهر الواردات التي تغطيها الاحتياطيات، باعتبار الاقتصاد المغربي يتميز بدرجة عالية من التنوع للواردات.

يوضح الشكل (4-12) عدد شهور الواردات التي تغطيها احتياطيات الصرف في المغرب خلال الفترة من 1990-2018، حيث تبين من خلال الشكل أن مستوى الاحتياطيات في المغرب يغطي الواردات من 3 أشهر إلى 4 أشهر حيث بلغ متوسط تغطية الاحتياطيات للواردات في الفترة من 1990-2018 6.35 شهر من الواردات أي بما يتناسب مع القيمة المعيارية.

الشكل (4-12): احتياطيات الصرف الأجنبي بدلالة عدد أشهر الواردات في المغرب للفترة

من 1990-2018

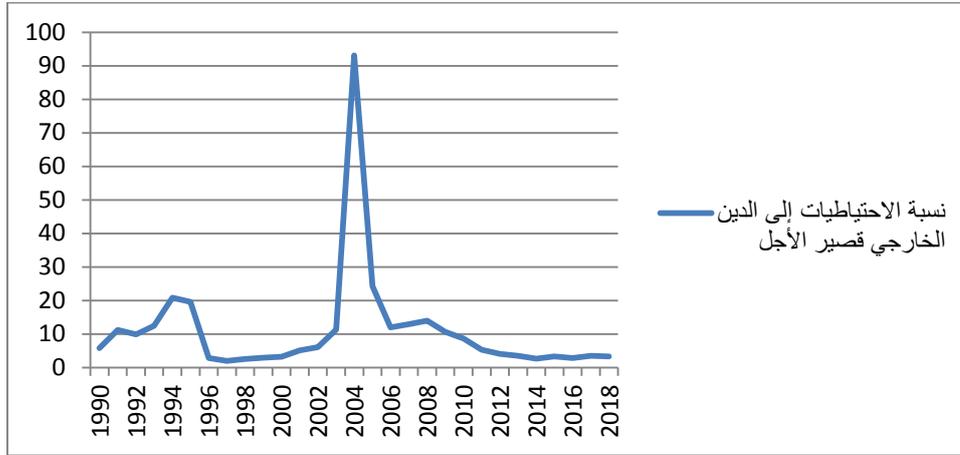


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

ثانيا: نسبة الاحتياطيات إلى الدين الخارجي قصير الأجل

تقيس هذه النسبة قدرة بنك المغرب على مواجهة المدفوعات الدولية على المدى القصير في حال حدوث انقطاع مفاجئ لتمويل الدولي، إن النسبة العادية بالنسبة لهذا المؤشر هي 1، أي أن الاحتياطيات تكون قادرة على سداد الديون الخارجية لمدة سنة واحدة على الأقل، ويعرض الشكل التالي نسبة الاحتياطيات إلى الدين الخارجي قصير الأجل في المغرب خلال الفترة من 1990-2018، حيث نلاحظ انخفاض هذه النسبة في المغرب خلال الفترة من 1990-2003 حيث لم تتجاوز 30% لترتفع سنة 2004 مسجلة أعلى نسبة لها بـ 93.11% وهي نسبة منخفضة مقارنة بالنسبة المعيارية 100% وبالتالي يمكن القول أن المغرب غير قادر على تغطية ديونه قصيرة الأجل باحتياطيات الصرف.

الشكل (4-13): نسبة الاحتياطيات إلى الدين الخارجي قصير الأجل في المغرب



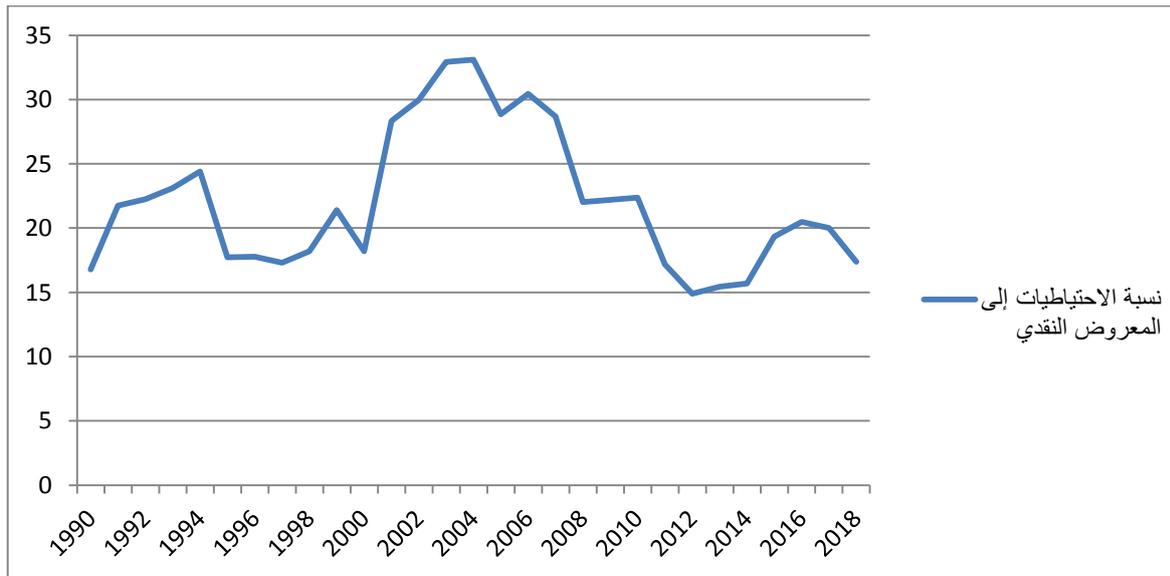
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

ثالثا: مؤشر احتياطي الصرف الأجنبي إلى عرض النقود

من خلال الشكل (4-14) الذي يوضح نسبة الاحتياطيات إلى المعروض النقدي في المغرب نلاحظ ارتفاع هذه النسبة في المغرب مقارنة بالنسبة العادية 10% وهذا يدل على أن بنك المغرب له القدرة على الوفاء بالتزاماته والدفاع عن سعر صرف عملته وإدارتها في حدود ضيقة .

الشكل (4-14): نسبة الاحتياطيات إلى المعروض النقدي في المغرب

من 1990-2018.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

المطلب الثاني : تقدير النموذج وفق منهجية ARDL

أولاً: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية

سنحاول دراسة استقرارية كل سلسلة زمنية ونحاول البدء بدراسة وصفية للسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة.

1- دراسة وصفية للسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة:

تم هذه الدراسة الوصفية من خلال عرض أهم الخصائص الإحصائية للمتغيرات المدروسة، المتوسط الانحراف المعياري، أقصى وأدنى قيمة إضافة للوسيط كما يلي:¹

سلسلة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الناتج المحلي الإجمالي (res): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 19.06 وقيمة عظمى 31.26 سنة 2007 وقيمة صغرى 7.74 سنة 1990، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 19.89 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 7.10.

سلسلة الانفتاح التجاري (open): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 65.94 وقيمة عظمى 87.99 سنة 2018 وقيمة صغرى 47.09 سنة 1996، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 61.59 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 14.07.

سلسلة المعروض النقدي إلى الناتج المحلي الإجمالي (m2): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 87.05 وقيمة عظمى 119.34 سنة 2017 وقيمة صغرى 46.15 سنة 1990، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 84.32 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 27.44.

سلسلة معدل التضخم السنوي (inf): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 2.57 وقيمة عظمى 7.98 سنة 1991 وقيمة صغرى 0.44 سنة 2014، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 1.88 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 2.08.

سلسلة سعر الصرف (ER): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 9.09 وقيمة عظمى 11.30 سنة 2001 وقيمة صغرى 7.75 سنة 2008، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 8.86 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 0.88.

¹ الملحق رقم: 47

سلسلة نسبة الاستثمارات الأجنبية الواردة إلى الناتج المحلي الإجمالي (DFI): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 2.30 وقيمة عظمى 7.15 سنة 2001 وقيمة صغرى 0.54 سنة 1990، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 2.12 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 1.38.

سلسلة نسبة القروض الممنوحة للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي (CP): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 51.45 وقيمة عظمى 77.89 سنة 2009 وقيمة صغرى 16.79 سنة 1990، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 61.65 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 19.08.

سلسلة نسبة رصيد الحساب الرأسمالي إلى الناتج المحلي الإجمالي (CCA): تتكون سلسلة من 29 مشاهدة تمتد من سنة 1990 إلى سنة 2018، بمتوسط 3.28 وقيمة عظمى 13.51 سنة 2012 وقيمة صغرى -1.53 سنة 2002، بينما ينصف السلسلة وسيط قيمته 3.07 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها الحسابي بانحراف معياري قدره: 3.09.

2- دراسة استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة:

يمكن تلخيص نتائج اختبار ديكي فولر المطور للسلاسل الزمنية الأصلية لمتغيرات الدراسة في الجدول التالي كما يلي:

جدول (4-7): نتائج اختبار ديكي فولر "ADF" لسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة¹.

القرار	احتمال المعامل	القيمة الحرجة*	إحصائية المعامل	المعامل	التأخر	النموذج	السلسلة
نرفض فرضية أن تكون السلسلة من نوع TS.	0.94	-	-	b	0	3	RES
وجود جذر وحدوي.	0.86	-3.58	-1.29	ϕ			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف.	0.06	-	-	c	0	2	
وجود جذر وحدوي	0.40	-2.97	-1.72	ϕ			
وجود جذر وحدوي	0.72	-1.95	0.17	ϕ	0	1	

¹ الملاحق رقم: 48-49-50-51-52-53-54-55

الفصل الرابع: قياس أثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي لدول المغرب العربي

السلسلة من نوع TS	0.0012	-	-	b	0	3	OPEN
عدم وجود جذر وحدوي	0.04	-3.58	-3.63	φ			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.45	-	-	c	0	2	
وجود جذر وحدوي	0.87	-2.97	-0.53	φ			
وجود جذر وحدوي	0.91	-1.95	1.03	φ	0	1	
السلسلة من نوع DS	0.61	-	-	b	0	3	M2
وجود جذر وحدوي	0.96	-3.58	-0.70	φ			
السلسلة من نوع DS بانحراف	0.03	-	-	c	0	2	
وجود جذر وحدوي	0.73	-2.97	-1.01	φ			
وجود جذر وحدوي	0.99	-1.95	3.40	φ	0	1	
نرفض أن تكون السلسلة من TS	0.14	-	-	b	0	3	INF
وجود جذر وحدوي	0.15	-3.58	-2.96	φ			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.11	-	-	C	0	2	
وجود جذر وحدوي	0.09	-2.97	-2.64	φ			
عدم وجود جذر وحدوي	0.004	-1.95	-3.00	φ	1	1	
نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	0.67	-	-	b	1	3	ER
وجود جذر وحدوي	0.43	-3.58	-2.26	φ			
السلسلة من نوع DS بانحراف	0.03	-	-	C	1	2	
وجود جذر وحدوي	0.18	-2.97	-2.26	φ			
وجود جذر وحدوي	0.73	-1.95	0.20	φ	0	1	
السلسلة من نوع TS	0.02	-	-	b	0	3	DFI
عدم وجود جذر وحدوي	0.000	-3.58	6.54-	φ			
السلسلة من نوع DS بانحراف	0.000	-	-	C	0	2	
عدم وجود جذر وحدوي	0.0001	-2.97	5.60-	φ			
وجود جذر وحدوي	0.50	-1.95	0.47-	φ	1	1	
نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	0.40	-	-	b	1	3	CP
وجود جذر وحدوي	0.99	-3.58	-0.02	φ			

السلسلة من نوع DS بانحراف	0.02	-	-	C	0	2	CCA
وجود جذر وحدوي	0.33	-2.97	-1.88	ϕ			
وجود جذر وحدوي	0.90	-1.95	0.92	ϕ	0	1	
نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	0.19	-	-	b	0	3	
وجود جذر وحدوي	0.09	-3.58	-3.26	ϕ			
السلسلة من نوع DS بدون انحراف	0.04	-	-	C	0	2	
عدم وجود جذر وحدوي	0.04	-2.97	-2.97	ϕ			
عدم وجود جذر وحدوي	0.04	-1.95	-2.04	ϕ	0	1	

ملاحظة: مستوى معنوية المعتمد 5%.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج *Eviews 9.5*.

من خلال نتائج الجدول يتضح أن السلسلة الزمنية: OPEN, INF, DFI, CCA مستقرة عند المستوى، أما السلاسل الزمنية RES، M2، ER، CP غير مستقرة عند المستوى بسبب وجود الجذر الوحدوي مما يوجب علينا إجراء الفروق من الدرجة الأولى.

- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى: يلخص الجدول (4-8) نتائج اختبار ديكي- فولر المطور ADF للسلاسل الزمنية غير المستقرة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى.

الجدول (4-8) : نتائج اختبار ديكي- فولر المطور ADF للسلاسل الزمنية غير المستقرة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى¹

السلسلة	النموذج	التأخر	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة*	احتمال المعامل	القرار
D(RES)	3	0	φ	-4.44	-3.58	0.007	نرفض فرضية أن تكون السلسلة من نوع TS.
							عدم وجود جذر وحدوي.
	2	0	φ	-4.40	-2.97	0.0018	السلسلة من نوع DS بدون انحراف.
							عدم وجود جذر وحدوي
1	0	φ	-4.45	-1.95	0.0001	عدم وجود جذر وحدوي	
						نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	
D(M2)	3	0	φ	-4.89	-3.58	0.002	عدم وجود جذر وحدوي
							السلسلة من نوع DS بدون انحراف
	2	1	φ	-2.17	-2.98	0.22	وجود جذر وحدوي
							وجود جذر وحدوي
1	1	φ	-1.54	-1.95	0.11	وجود جذر وحدوي	
						نرفض أن تكون السلسلة من نوع TS	
D(ER)	3	0	φ	-4.01	-3.58	0.02	عدم وجود جذر وحدوي
							السلسلة من نوع DS بدون انحراف
	2	0	φ	-4.09	-2.97	0.0039	عدم وجود جذر وحدوي
							عدم وجود جذر وحدوي
1	0	φ	-4.17	-1.95	0.0002	السلسلة من نوع TS	
						عدم وجود جذر وحدوي	
D(CP)	3	0	φ	-7.04	-3.58	0.000.	السلسلة من نوع TS
							عدم وجود جذر وحدوي
	2	0	φ	-6.21	-2.97	0.000	السلسلة من نوع DS بدون انحراف
							عدم وجود جذر وحدوي
1	0	φ	-5.65	-1.95	0.000	عدم وجود جذر وحدوي	
						عدم وجود جذر وحدوي	

ملاحظة: مستوى معنوية المعتمد 5%.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9.5.

¹ الملاحق رقم : 56-57-58-59.

من خلال نتائج الجدول يتضح أن كل من السلاسل: $D(RES)$ ، $D(M2)$ ، $D(ER)$ ، $D(CP)$ مستقرة عند الفروق من الدرجة الأولى.

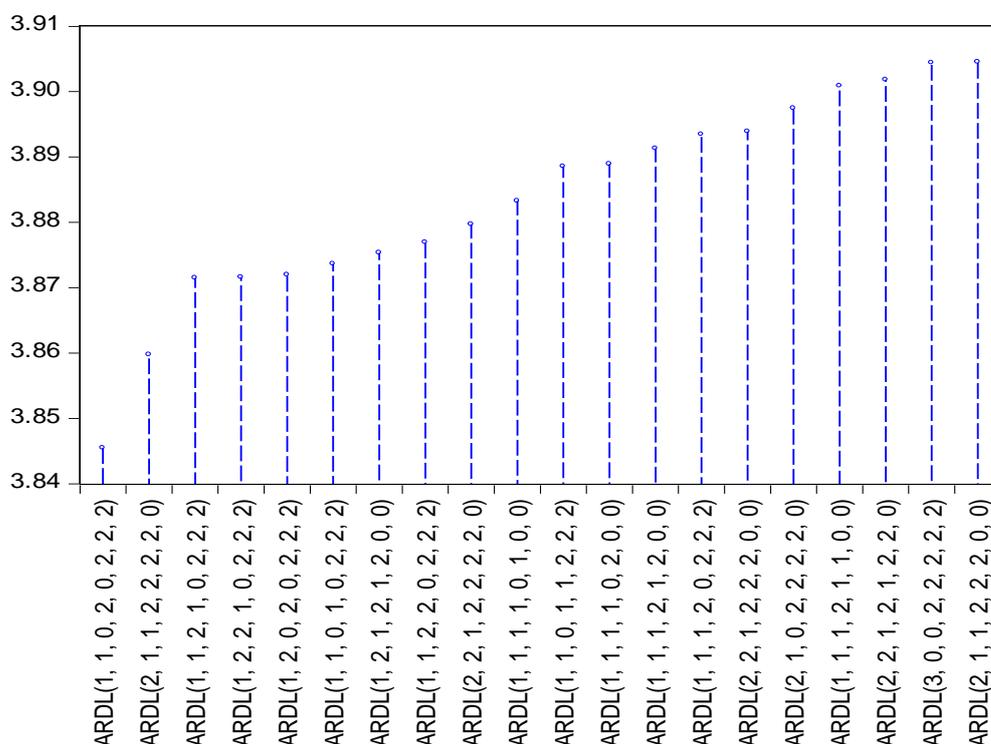
من خلال النتائج السابقة نجد أن السلاسل الزمنية: $OPEN$ ، INF ، DFI ، CCA متكاملة من الدرجة الصفر عند مستوى معنوية 5% أي: $I(0) \dots\dots 5\%$ ، والسلاسل الزمنية RES ، $M2$ ، CP ، ER متكاملة من الدرجة الأولى: $I(1) \dots\dots 5\%$ وبالتالي تعتبر نماذج الانحدار الذاتي ذات فترات الإبطاء الموزعة أحسن طريقة لاختبار العلاقة بين المتغيرات.

ثالثا: تقدير النموذج

تم تحديد درجة التأخير آليا بالاعتماد على قيمة Akaike حيث تحددت درجة التأخير بالقيمة 3 بالنسبة للمتغير التابع والقيمة 2 بالنسبة للمتغيرات المستقلة التي توافقت أقل قيمة لمعيار Akaike. تم تقدير 6561 نموذج ARDL آليا وتم استخلاص أحسن 20 نموذج استنادا إلى أقل قيمة لمعيار Akaike كما هو موضح في الشكل رقم 4-13.

الشكل (4-15): أحسن 20 نموذج ARDL وفقا لمعيار Akaike في المغرب.

Akaike Information Criteria (top 20 models)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج *EvIEWS 9.5*.

أما النموذج الأمثل لأثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي في المغرب فيوافق النموذج ARDL(1,1,0,2,0,2,2,2) حيث بلغت قيمة Akaike 3.845470¹ وصيغة النموذج كالتالي²:

$$\begin{aligned} \text{RES} = & 0.933306571735*\text{RES}(-1) - 0.439536888192*\text{OPEN} - 0.222177144799*\text{OPEN}(-1) + \\ & 0.349433005894*\text{M2} + 0.416152502381*\text{INF} + 0.999686552306*\text{INF}(-1) - \\ & 0.311741164736*\text{INF}(-2) + 2.53492228486*\text{ER} + 0.701798718981*\text{DFI} + \\ & 0.173643083232*\text{DFI}(-1) - 0.80233609872*\text{DFI}(-2) + 0.150999935823*\text{CP} + \\ & 0.112599737415*\text{CP}(-1) - 0.169403202963*\text{CP}(-2) + 0.0852856802729*\text{CCA} - \\ & 0.189773052885*\text{CCA}(-1) + 0.410352843087*\text{CCA}(-2) - 18.2494835746 \end{aligned}$$

- من خلال اختبار ستودنت يتضح لنا أن t^{c} prop للمعلمات :

RES(-1), OPEN, M2, INF(-1), ER هي على التوالي: 0.0001, 0.0035, 0.015, 0.032, 0.018 وهي أقل من الاحتمال 0.05 وبالتالي فإن هذه المعلمات لها معنوية إحصائية وتأخذ القيم: 0.93, -0.43, 0.34, 0.99, 2.53 على التوالي.

عدم وجود معنوية إحصائية عند 5% لباقي المعلمات لأن احتمال إحصائية t أكبر من الاحتمال 0.05. - اختبار فيشر F يثبت المعنوية الكلية لمعلمات النموذج نظرا لأن احتمالها يساوي 0.000004 وهو أقل من 0.05 وبالتالي فالنموذج مقبول إحصائيا.

رابعا: تشخيص النموذج المقدر

1- اختبار قوة التأثير

من خلال معامل التحديد الذي يساوي 0.9568 يدل على جودة توفيق النموذج ومقدرته على تفسير التغيرات التي تحدث في احتياطي الصرف الأجنبي، حيث أن التغيرات في المتغيرات المستقلة تفسر لنا ما يربو عن 95.68% من التقلبات في احتياطي الصرف الأجنبي في المغرب وهو تأثير جيد.

2- دراسة واختبار البواقي:

- إن قيمة درين واتسون $DW = 2.59$ بوقوعها داخل مجال الشك تشير إلى أن الارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى غير محدد.

- إحصائية Jaque-Bera تثبت أن البواقي تتبع توزيع طبيعي نظرا لأن احتمالها يقدر بـ 0.25 وهو أكبر من 0.05³.

¹ الملحق رقم: 60

² الملحق رقم: 61

³ الملحق رقم: 62

- اختبار Breusch – Godfre :

إن إحصائية $BG-LM$ تشير إلى خلو النموذج من مشكلة الارتباط التسلسلي حيث أن الاحتمال المقابل لقيمة F أكبر من القيمة الحرجة : $(prob = 0.39) > 0.05$) ومنه لا نرفض فرضية العدم، وبالتالي خلو النموذج من مشكلة الارتباط التسلسلي بين البواقي.¹

3- اختبار مدى ملائمة تحديد أو تصميم النموذج المقدر من حيث الشكل الدالي لهذا النموذج: يمكن معرفة مدى ملائمة النموذج تصميم النموذج من حيث الشكل الدالي بالاعتماد على اختبار "Ramsey RESET" حيث أن احتمال إحصائية هذا الأخير أكبر من الاحتمال 0.05 وهو يساوي $0.66 > 0.05$ ($F-Prob = 0.66$) وبالتالي نقبل فرضية صحة الشكل الدالي المستخدم في النموذج.²

4- اختبار الحدود **Bounds teste**: من خلال اختبار الحدود نقارن إحصائية F مع I_0 و I_1 ، إذا كانت F تزيد عن الحد الأعلى I_1 نقول أن هذه المعادلة متكاملة أما إذا كانت تقل عن I_0 نقول أنها غير متكاملة أما إذا وقعت بين I_0 و I_1 فهي غير واضحة، وبما أن إحصائية F قدرت بـ 2.57 وهي أقل من القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 1% ، 2.5%، ووقعت ما بين I_0 و I_1 عند مستويات المعنوية 5%، 10% وبالتالي نقول أن هذه المعادلة غير متكاملة وبالتالي لا توجد علاقة على مدى البعيد بين المتغيرات المستقلة واحتياطي الصرف الأجنبي في المغرب.³

المطلب الثالث: التحليل الإحصائي والاقتصادي لنتائج التقدير

من خلال النتائج السابقة حصلنا على الصيغة القياسية المثلى للنموذج وهي:

$$\begin{aligned} RES = & 0.933306571735*RES(-1) - 0.439536888192*OPEN - 0.222177144799*OPEN(-1) + \\ & 0.349433005894*M2 + 0.416152502381*INF + 0.999686552306*INF(-1) - \\ & 0.311741164736*INF(-2) + 2.53492228486*ER + 0.701798718981*DFI + \\ & 0.173643083232*DFI(-1) - 0.80233609872*DFI(-2) + 0.150999935823*CP + \\ & 0.112599737415*CP(-1) - 0.169403202963*CP(-2) + 0.0852856802729*CCA - \\ & 0.189773052885*CCA(-1) + 0.410352843087*CCA(-2) - 18.2494835746 \end{aligned}$$

يتضح من خلال صيغة النموذج مايلي:

- وجود تأثير طردي ومعنوي إحصائيا لنسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الناتج في الفترة $t-1$ على احتياطي الصرف الأجنبي للفترة t في المغرب، حيث كلما ارتفعت نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الناتج للفترة t بـ 1% ترتفع نسبة احتياطي الصرف الأجنبي للفترة t بـ 0.93% وهو مقبول من

¹ الملحق رقم : 63

² الملحق رقم: 63

³ الملحق رقم : 64

الناحية الاقتصادية لأن احتياطي الصرف الأجنبي يعتبر من مؤشرات الاقتصاد الكلي الذي يعكس الوضع الاقتصادي للبلد وبالتالي وجود حجم كافي من الاحتياطيات يشجع على الاستثمارات الأجنبية التي تشكل تدفق لرؤوس الأموال الأجنبية للبلد.

- وجود تأثير عكسي ومعنوي إحصائيا لنسبة الانفتاح التجاري إلى الناتج في الفترة t على احتياطي الصرف الأجنبي للفترة t في المغرب، أي أنه كلما ارتفعت نسبة الانفتاح التجاري في الفترة t بـ 1% تنخفض نسبة احتياطي الصرف الأجنبي للفترة t في المغرب بـ 0.43%، ولكن يوجد عليه تحفظ من الناحية الاقتصادية لأنه مع زيادة الانفتاح التجاري تصبح الدولة أكثر عرضة للأزمات الاقتصادية الناتجة عن لا استقرار في ميزان المدفوعات، لهذا تعمل على زيادة حجم احتياطي لمواجهة ما قد تتعرض له من أزمات، وبالتالي يمكن القول أن الانفتاح التجاري في المغرب لا يساهم في تكوين احتياطي الصرف الأجنبي.

- وجود تأثير طردي ومعنوي إحصائيا لنسبة المعروض النقدي إلى الناتج في الفترة t على احتياطي الصرف الأجنبي في الفترة الحالية في المغرب، حيث أنه كلما ارتفعت نسبة المعروض النقدي إلى الناتج المحلي الإجمالي في الفترة t بـ 1% ترتفع نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الناتج في المغرب في الفترة t بـ 0.34%، وهذا مقبول من الناحية الاقتصادية، لأن نسبة المعروض النقدي إلى الناتج المحلي الإجمالي تقيس درجة الانفتاح المالي وبالتالي كلما زادت درجة الانفتاح المالي تصبح الدولة أكثر عرضة للأزمات المالية الأمر الذي يدفعها لزيادة تكوين احتياطي الصرف الأجنبي لمواجهة هذه الأزمات، وبالتالي يمكن القول أن الانفتاح المالي في المغرب له دور في تكوين احتياطي الصرف الأجنبي.

- وجود تأثير طردي ومعنوي إحصائيا لمعدل التضخم في الفترة $t-1$ على احتياطي الصرف الأجنبي للفترة t في المغرب، حيث أنه كلما ارتفع معدل التضخم في الفترة $t-1$ بـ 1% ترتفع نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الناتج في الفترة t بـ 0.99%، وهذا غير مقبول من الناحية الاقتصادية لأن ارتفاع معدل التضخم يجعل معدلات الفائدة الحقيقية سالبة الأمر الذي ينعكس سلبا على الاستثمار والنمو الاقتصادي وبالتالي انخفاض احتياطي الصرف الأجنبي.

- وجود تأثير طردي ومعنوي إحصائيا لسعر الصرف للفترة t على نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الناتج، حيث كلما ارتفع سعر الصرف في الفترة t بـ 1% ترتفع نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الناتج في المغرب بـ 2.53%، لكن هذه العلاقة يوجد عليها تحفظ من الناحية الاقتصادية لأن

- ارتفاع سعر صرف العملة معناه انخفاض لقيمة العملة الوطنية هذا الأخير يشجع الصادرات التي تعتبر مصدر لرؤوس الأموال الأجنبية، كما أن احتياطي الصرف الأجنبي له علاقة بنظام الصرف المتبع حيث أن التوجه لنظام صرف أكثر تحرر يقلل من الحاجة لتكوين احتياطي الصرف الأجنبي.
- وجود تأثير عكسي ومعنوي إحصائيا (عند مستوى معنوية 10%) لكل من نسبة الانفتاح التجاري إلى الناتج في الفترة t-1 ونسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الفترة t-2 ونسبة الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج في الفترة t-2 على احتياطي الصرف الأجنبي للفترة t في المغرب، أي أنه كلما ارتفعت نسبة الانفتاح التجاري إلى الناتج في الفترة t-1 ونسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الفترة t-2 ونسبة الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج في الفترة t-2 بـ 1% تنخفض نسبة احتياطي الصرف الأجنبي للفترة t في المغرب بـ 0.22% و 0.80% و 0.16% على التوالي.
 - وجود تأثير طردي ومعنوي إحصائيا (عند مستوى معنوية 10%) لنسبة رصيد حساب راس المال إلى الناتج المحلي الإجمالي للفترة t-2 على احتياطي الصرف الأجنبي للفترة t، أي أنه كلما ارتفعت نسبة رصيد حساب راس المال إلى الناتج المحلي الإجمالي للفترة t-2 بـ 1% ارتفعت نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الناتج للفترة t بـ 0.41%.
 - عدم وجود تأثير معنوي إحصائيا لباقي المتغيرات المستقلة على احتياطي الصرف الأجنبي في المغرب عند مستوى معنوية 5%.
 - الثابت غير معنوي إحصائيا عند 5%.
 - بالنسبة للقوة التفسيرية للمتغيرات المذكورة أعلاه لاحتياطي الصرف الأجنبي في المغرب قدرت من خلال معامل التحديد الذي بلغت قيمته 95.68% وهي نسبة جيدة أما النسبة الباقية فهي تعود لمتغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج، كما تعود للمشاكل والأخطاء الإحصائية عند تقدير النموذج.

خلاصة الفصل الرابع:

بعد أزمة العملة في التسعينات ثبت أن الاحتفاظ بمستوى منخفض من احتياطيات النقد الأجنبي يساهم بشكل كبير في زيادة تعرض البلدان للأزمات المالية وبالتالي كان تأثير الأزمات أقل في البلدان التي تحوز على مستوى مرتفع من احتياطي الصرف، لهذا تسعى دول المغرب العربي على غرار باقي الدول إلى تكوين والمحافظة على مستوى كافي من الاحتياطيات الصرف الأجنبي يضمن لها تغطية الاختلالات في ميزان المدفوعات ومواجهة الأزمات المالية التي قد يتعرض لها الاقتصاد، لكن الحصول على مستوى كافي من الاحتياطيات تؤثر فيه العديد من العوامل خاصة الانفتاح التجاري وتحرير حساب رأس المال وتقلبات أسعار الصرف، فمن خلال الدراسة القياسية وجدنا أن كل من الانفتاح التجاري وتقلبات أسعار الصرف تتحكم في تكوين احتياطيات الصرف الأجنبي في تونس والجزائر بينما في المغرب يعتبر الانفتاح المالي أهم عامل يؤثر في احتياطي الصرف الأجنبي وذلك من خلال العلاقة قوية بين نسبة المعروض النقدي إلى الناتج المحلي الإجمالي والاحتياطيات.

خاتمة

بعد حصول الدول النامية على استقلالها سعت إلى تحقيق تنمية اقتصادية شاملة وتطوير نظامها المالي الذي يعتبر العمود الفقري للاقتصاد، وذلك بالسيطرة عليه وفرض مختلف الضوابط والقيود وكبح دور الوساطة المالية في تعبئة الادخار وتخصيص الائتمان وفرض ضوابط على تدفقات رأس المال والتحكم في أسعار الصرف، وهذا ما يطلق عليه بسياسة الكبح المالي غير أن هذه السياسة لم تحقق الأهداف المرجوة منها، بل بالعكس أثرت سلبا على مختلف القطاعات وأدت إلى فشل القطاع المالي في تحفيز عملية النمو الاقتصادي.

هذا ما دفع بهذه الدول إلى تبني سياسة تستهدف إلى إزالة كافة قيود الكبح المالي وتحرير نظامها المالي محققة بذلك التطور المالي وزيادة المدخرات وتحسين نوعية الاستثمارات ورفع معدلات النمو الاقتصادي وبالتالي تنمية وتطوير القطاع المالي.

فالتحرير المالي بشقيه الداخلي والخارجي يؤثر على مختلف المتغيرات الاقتصادية ومنها احتياطي الصرف الأجنبي الذي يعتبر من أهم مؤشرات الاقتصاد الكلي نظرا لدوره في معالجة الاختلال في ميزان المدفوعات ومواجهة الأزمات المالية والمحافظة على استقرار قيمة العملة الوطنية، حيث إذا قامت أي دولة بتحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، فإن ذلك يؤدي إلى زيادة حجم العملة الأجنبية في الأسواق المحلية الأمر الذي يؤدي إلى زيادة طلب السلطات النقدية على العملة الأجنبية كاحتياطي.

باشرت دول المغرب العربي على غرار باقي الدول مجموعة من الإصلاحات المالية تحت إشراف صندوق النقد الدولي والبنك الدولي بغية تحرير نظامها المالي ورفع القيود على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وذلك في ظل تزايد حجم احتياطي الصرف الأجنبي.

إن حيازة احتياطي الصرف الأجنبي عند المستوى الملائم والأمن أصبح ضرورة ملحة بالنسبة لكل دول العالم، خاصة الدول التي أقبلت على تحرير اقتصادها وقطاعها المالي والمصرفي لما لهذه السياسة من آثار سلبية على الاقتصاد.

نتائج الدراسة: من خلال الدراسة النظرية والتطبيقية يمكن استخلاص النتائج التالية:

➤ يتضمن التحرير المالي جانبين مهمين أولا: التحرير المالي الداخلي والذي يتضمن تحرير أسعار الفائدة، تحرير الاحتياطات الإلزامية وتحرير المنافسة المصرفية والمالية، ثانيا: التحرير المالي الخارجي والذي يتضمن إلغاء ضوابط الصرف، تحرير أسواق رأس المال وتحرير حساب رأس المال هذا الأخير الذي يعتبر عنصر مهم وجوهر عملية التحرير المالي، حيث يعمل على زيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

- إن نجاح سياسة التحرير المالي مرهون بتوفر مجموعة من الشروط منها: استقرار الاقتصاد الكلي، توفر بيئة مؤسسية تنظيمية وقانونية ملائمة، التسلسل والترتيب الأمثل لإجراءات التحرير المالي حيث يتم التحرير المالي الداخلي قبل الخارجي، والتنظيم والإشراف المناسب على المؤسسات المالية.
- إن احتياطات الصرف الأجنبي هي عبارة عن أصول مالية أجنبية تتم ملكيتها من قبل السلطات النقدية وخاضعة لسيطرتها وتتمتع بالسيولة، لاستعمالها في أغراض ميزان المدفوعات وأسعار الصرف.
- تتمثل الأصول المالية التي يمكن حيازتها من طرف البنوك المركزية في الذهب النقدي، العملات الأجنبية، حقوق السحب الخاصة والشريحة الاحتياطية لدى صندوق النقد الدولي.
- يتكون احتياطي العملات الأجنبية من تشكيلة متنوعة من العملات الأجنبية غير أنه تسيطر عليها عملة أو عملتين على باقي العملات، حيث يشكل الدولار والأورو أكثر عملتين مكونتين لهذه التشكيلة.
- يتم تراكم احتياطي الصرف الأجنبي عن طريق قناتين إما عن طريق فوائض الحساب الجاري أي ما يسمى بالاحتياطي المكتسب أو فوائض الحساب الرأسمالي أي ما يسمى بالاحتياطي المقترض.
- إن الاقتصاد الذي يتمتع بمستوى آمن وملائم من احتياطي الصرف الأجنبي يكون قادرا على مواجهة مصاعب خدمة ديونه الخارجية دون ضغوط خارجية بشكل أفضل من الاقتصاد الذي لا يملك هذا المستوى.
- بدأت الإصلاحات في إطار سياسة التحرير المالي لدول المغرب العربي بالتركيز على النظام المصرفي والسياسة النقدية لتتوسع بعد ذلك إلى إصلاح الأسواق المالية وتحرير حساب رأس المال في كل من تونس والمغرب.
- حقق القطاع المالي في البلدان الثلاثة توسع في الحجم والنشاط، خاصة بالمغرب والتي حققت أعلى معدلات النمو سواء في الإجمالي النقدي أو حجم الودائع والائتمان الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي ، مع ذلك يبقى النظام المالي الجزائري أضعف مقارنة بكل من تونس والمغرب.
- إن درجة الانفتاح المالي وأسعار الصرف أكثر العوامل تأثيرا في تكوين احتياطي الصرف الأجنبي في تونس، مقارنة بالجزائر الذي يعتبر الانفتاح التجاري أكبر عامل مؤثر في تكوين الاحتياطات وبالتالي يمكن القول أن حجم احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر مربوط بالصادرات وباعتبار

الجزائر دولة مصدرة للنفط بالدرجة الأولى فإن أسعار النفط في الأسواق العالمية تتحكم في حجم الاحتياطات في الجزائر، أما المغرب فإن الانفتاح المالي له دور في تكوين احتياطي الصرف الأجنبي لأنه مع زيادة الانفتاح المالي تصبح الدولة أكثر عرضة للأزمات المالية وبالتالي تعمل على تكوين حجم كافي من الاحتياطات لمواجهة هذه الأزمات.

❖ نتائج اختبار الفرضيات:

قادتنا هذه الدراسة إلى استخلاص النتائج التالية بخصوص الفرضيات المطروحة في المقدمة:

➤ بالنسبة للفرضية الأولى والتي مفادها أن التسلسل والتدرج في تطبيق سياسة التحرير المالي يعتبر من أهم عوامل نجاحها، فقد أثبتت هذه الدراسة صحة هذه الفرضية ، حيث أن عدم التسلسل في إجراءات التحرير المالي يؤدي إلى العديد من الأزمات لذا من أجل نجاح سياسة التحرير المالي لابد من تهيئة الظروف والعوامل الملائمة لذلك مع مراعاة تحرير القطاع المالي الداخلي قبل تحرير حساب رأس المال.

➤ أما فيما يخص الفرضية الثانية والتي مفادها العامل الوقائي والتجاري أهم العوامل المحدد لتكوين احتياطي الصرف الأجنبي فقد أثبتت الدراسة صحة هذه الفرضية حيث يرى Dooley,Folkerts-Laudau and gerber أنه يتم حيازة احتياطي الصرف الأجنبي من أجل تشجيع الصادرات، في حين يرى هيلر أن حيازة الاحتياطات بمثابة تأمين ضد الصدمات الخارجية.

➤ أما بالنسبة للفرضية الثالثة والتي مفادها أن سياسة التحرير المالي المنتهجة من قبل دول المغرب العربي لم تنجح في تحسين المؤشرات المالية والنقدية لهاته الدول فقد أثبتت الدراسة صحة هذه الفرضية جزئيا فقط، لأنه في المغرب تحسنت مؤشرات التحرير المالي بنسب معتبرة مقارنة بتونس والجزائر هذه الأخيرة التي تحسن مؤشرات التحرير المالي فيها يعود إلى ضخ الأموال في الاقتصاد وليس إلى سياسة التحرير المالي.

➤ أما بالنسبة للفرضية الرابعة والتي مفادها أن الانفتاح المالي أهم عامل في تكوين احتياطات الصرف الأجنبي في دول المغرب العربي، فقد أثبتت الدراسة القياسية صحة هذه الفرضية بالنسبة لتونس والمغرب، حيث كان هناك أثر معنوي للانفتاح المالي المعبر عنه بنسبة المعروض النقدي إلى الناتج المحلي الإجمالي على احتياطي الصرف الأجنبي، لكن في الجزائر لم تتحقق هذه الفرضية حيث كان هناك أثر معنوي للانفتاح التجاري على احتياطي الصرف الأجنبي.

التوصيات و الاقتراحات:

بناء على النتائج السابقة المنبثقة من الدراسة النظرية والتطبيقية لأثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي لدول المغرب العربي نقدم الاقتراحات والتوصيات التالية:

- على دول المغرب العربي فسخ المجال أمام القطاع الخاص وتسهيل الائتمان المقدم له، من أجل رفع نسبة الاستثمارات ومعدل النمو الاقتصادي.
- أخذ تدابير وخطوات أكثر جدية في التحرير المالي خاصة تحرير حساب رأس المال، لأن تحرير حساب رأس المال قد ينجر عنه أزمة في ميزان المدفوعات نتيجة هروب رأس المال إلى الخارج بسبب وجود فارق في أسعار الفائدة لذا لا بد من مراعاة أسعار الفائدة عند تحرير حساب رأس المال.
- تحرير ورفع كفاءة الأسواق المالية عن طريق تعزيز هيئات ومراقبة الأسواق المالية لضمان الشفافية وتنوع المنتجات المالية ومصادر التمويل للأعوان الاقتصاديين.
- وضع استراتيجية ذات فعالية في مختلف القطاعات لتجنب انخفاض مخزونها من الاحتياطيات.
- إن التغيرات في عناصر ميزان المدفوعات هي المصدر الرئيسي لتراكم احتياطيات الصرف الأجنبي في دول المغرب العربي وخاصة الحساب الجاري المعتمد أساسا على الصادرات النفطية خاصة بالنسبة للجزائر لذا ينبغي على السلطات النقدية العمل على الحد من تقلبات ميزان المدفوعات من خلال اتخاذ التدابير اللازمة وخصوصا تشجيع الصادرات خارج المحروقات (بالنسبة للجزائر) من خلال ضمان والقدرة على المنافسة، وخلق اقتصاد منتج وتنوع موارد الدخل.
- العمل على تحسين وتميئة الاقتصاد من أجل الحصول على المزيد من التدفقات الرأسمالية في إطار الاستثمار الأجنبي المباشر.

أفاق البحث: : في إطار الحديث عن أثر سياسة التحرير المالي على احتياطي الصرف الأجنبي، تثار العديد من القضايا التي تحتاج إلى المزيد من البحث والتوسع، ولهذا نقترح دراسة العناوين التالية لكي تكون مواضيع أبحاث في المستقبل:

- تحرير حساب رأس المال والأزمات المالية في الدول النامية.
- التحرير المالي وأثره على الاستثمارات الأجنبية المباشرة.
- العلاقة طويلة الأجل بين احتياطي الصرف الأجنبي وأسعار الصرف -دراسة قياسية-.
- أثر تغيرات أسعار النفط على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر -دراسة قياسية-.

المر اجع

المراجع باللغة العربية

I. الكتب:

1. أحمد فريد مصطفى & سهير محمد السيد حسن، "النقود والتوازن الاقتصادي"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000.
2. بن علي بلعزوز، "محاضرات في النظريات والسياسات النقدية"، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008.
3. بن علي بلعزوز & محمدي طيب احمد، "دليلك في الاقتصاد من خلال 300 سؤال وجواب"، دار الخلدونية، الجزائر.
4. جعفر جزار، "البنوك في العالم أنواعها وكيف تتعامل معها"، دار النفائس، لبنان، 1993.
5. جمال محمد أحمد & ابراهيم السيد، "التمويل الدولي"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2016.
6. حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار صفا للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
7. رمزي زكي، "الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري"، الطبعة الأولى، دار المستقبل العربي، مصر، 1994.
8. رمزي زكي، "العولمة المالية"، دار المستقبل العربي، الطبعة الأولى، القاهرة، 1999.
9. رونالدو ماكينون، "النهج الأمثل لتحرير الاقتصاد"، الطبعة الأولى، الجمعية المصرية لنشر المعرفة والثقافة العالمية، القاهرة، 1996.
10. سامويلسون & نوردهاوس، "علم الاقتصاد"، الطبعة الأولى، مكتبة لبنان ناشرون، 2006.
11. سميرة ابراهيم أيوب، "صندوق النقد الدولي وقضية الإصلاح الاقتصادي والمالي دراسة تحليلية تقييمية"، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2006.
12. شذا جمال خطيب & صعق الركبي، "العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
13. صبحي تادرس قريصة & مدحت محمد العقاد، "النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية"، دار النهضة العربية، بيروت، 1983.
14. الطاهر لطرش، "تقنيات تمويل البنوك"، الطبعة الثالثة، الديوان الوطني للخدمات الجامعية، الجزائر، 2004.

15. عادل أحمد حشيش، "العلاقات الاقتصادية الدولية"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2000.
16. عادل أحمد حشيش & مجدي محمود شهاب "أساسيات الاقتصاد الدولي"، منشورات الحلبي الحقوقية، 2002 .
17. عاطف وليم أندراوس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2006 .
18. عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، "العولمة المالية وإمكانية التحكم : عدوى الأزمات المالية"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2004.
19. عبد اللطيف مصيطفى & محمد بن بوزيان، "أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية"، الطبعة الأولى، مكتبة حسن العصرية، لبنان، 2015.
20. عبد المجيد قدي، "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006.
21. عدنان حسين يونس الخياط وآخرون، "اقتصاديات الاحتياطات الدولية"، الطبعة الأولى، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2018.
22. علي محمد سعود & عجاب صاحب، "التمويل الدولي"، دار الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.
23. عماد محمد علي العاني، "اندماج الأسواق المالية أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي"، بيت الحكمة، الطبعة الأولى، العراق، 2002.
24. عمر صقر، "العولمة وقضايا معاصرة"، الدار الجامعية، مصر، 2001.
25. فليح حسن خلف، "العولمة الاقتصادية"، عالم المكتب الحديث، الأردن، 2010.
26. مجدي محمود شهاب، "الاقتصاد الدولي المعاصر"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2006.
27. محمد راتول، "الاقتصاد الدولي"، مطبوعة جامعية، الجزائر، 2006
28. محمد عبد العزيز عجمية & عبد الرحمان يسري "التنمية الاقتصادية والاجتماعية ومشكلاتها"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
29. مدحت صادق، "النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي"، الطبعة الأولى، دار غريب للنشر والتوزيع، مصر، 1997.

30. مدني بن شهرة، "الإصلاح الاقتصادي وسياسة التشغيل"، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
31. مصطفى رشدي شيحة، "النقود والمصارف والائتمان"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 1999.
32. مصطفى يوسف كافي، "الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات (جذورها، أسبابها، تداعياتها، أفاقها)"، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2013.
33. موسى سعيد مطر و آخرون، "المالية الدولية"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
34. ميرة إبراهيم أيوب، "صندوق النقد الدولي وقضية الإصلاح الاقتصادي والمالي دراسة تحليلية تقييمية"، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2006.
35. ناظم محمد نوري الشمري، "النقود والمصارف والنظرية النقدية"، دار زهران، عمان، 2006.
36. نزيه عبد المقصود مبروك، "الأثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
37. هزاع مفلح، "التمويل الدولي"، المنشورات الجامعية، سوريا، 2007.
38. هيل عجمي جميل الجنابي & رمزي ياسين يسع أرسلان، "النقود والمصارف والنظرية النقدية"، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، 2009.
39. ويليم ميدلكوب & ترجمة إبتسام محمد الخضراء، "الإنهيار الكبير: حروب الذهب ونهاية النظام المالي العالمي"، الطبعة الأولى، العبيكان للنشر، السعودية، 2016.
- II. الأطروحات و المذكرات:**
40. بن علال بلقاسم، "سياسة التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الدول النامية العلاقة القائمة بينهما وشروط نجاحها-دراسة قياسية على نموذج ديناميكي باستعمال سلة من البيانات لعينة من الدول النامية 1980-2010"، أطروحة دكتوراه ل م د، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2013-2014.
41. بن علي بلعزوز، "أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2004.

42. سامية سرحان، "أثر السياسات البيئية على القدرات التنافسية لصادرات الدول النامية- دراسة للآثار المتوقعة على تنافسية الصادرات الجزائرية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي والتنمية المستدامة، جامعة سطيف، 2010-2011.
43. سيد أحمد شكوري، "التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي"، دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة تلمسان، 2005-2006.
44. شذى يوسف عبد الخالق، "الاستثمار ومحدداته في ظل التحرير المالي : دراسة عينة من الدول العربية في الفترة من 1993-2003"، أطروحة دكتوراه، الجامعة الأردنية، 2008.
45. صفية أمير، "أثر تغيرات أسعار البترول على احتياطي الصرف حالة الجزائر 1986-2016"، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية تخصص مالية وتجارة دولية، جامعة سيدي بلعباس، 2019-2020.
46. عبد الباقي روابح، "المديونية الخارجية والإصلاحات الاقتصادية في الجزائر - دراسة تحليلية مقارنة-، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، 2005/2006.
47. عبد القادر بربيش، "التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية"، أطروحة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.
48. عبد القادر بوكريدي، "أثر مستوى احتياطات الصرف على الاقتصاد الكلي-دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2008-2009.
49. عبد القادر بوكريدي، "متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية - دراسة حالة بنك الجزائر-"، أطروحة دكتوراه علوم تخصص علوم اقتصادية، جامعة الشلف، 2015-2016.
50. عبد القادر شقروش، "إشكالية تحرير حساب رأس المال وأثرها على الاستقرار المالي في الدول النامية دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تجارة ومالية دولية، جامعة ورقلة، 2015-2016.

51. غربي ناصر صلاح الدين، "سياسة التحرير المالي في الدول النامية دراسة قياسية لحالة الجزائر وتونس"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة تلمسان، 2006-2007.
52. فضيلة زاوي، "التحرير المالي وانعكاساته على المنظومة البنكية الجزائرية"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بومرداس، 2015-2016.
53. محمدي طيب احمد، "إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر(الواقع و المتطلبات)"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية، جامعة الشلف، 2007-2008.
54. وادة راضية، "قياس أثر التحرير المالي على الطلب على النقود في الجزائر"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف1، 2016-2017.

III. المقالات، المجلات والدوريات

55. أحمد الكواز، "طبيعة الجدل حول السياسات الاقتصادية وترتيب أولويات الإصلاح"، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2012.
56. أحمد طلفاح، "التدفقات المالية وإشكالاتها"، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، بحوث جسر التنمية.
57. أحمد غربي - جميلة صحراوي، "التحرير المالي وأثره في حساب رأس المال دراسة حالة الجزائر للفترة من 1992-2013"، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، المجلد 18، العدد 03، 2014.
58. محمد عبد الكريم بوغزالة، "التطور المالي في بلدان المغرب العربي في ظل الانفتاح والتحرير المالي خلال الفترة من 1990-2013"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة ورقلة، العدد 08، 2015.
59. أمير السعد، "قضايا نظرية في العولمة المالية"، مجلة التواصل، جامعة باجي مختار عنابة، العدد 15، ديسمبر 2005.
60. إيهان كوزلاو & إيسو ايراساد، "تحرير قيود حساب رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، المجلد 41، العدد 03، سبتمبر 2004.

61. باري جونسون، "تسلسل الإجراءات لتحرير حساب رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية، ص ن د، واشنطن، ديسمبر 1998.
62. بشار ذنون محمد الشكرجي وآخرون، "الإصلاح والتحرر المالي في العراق مع الإشارة للتجربة المصرية"، تنمية الرافدين، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة موصل، العدد 91، مجلد 30، 2000.
63. بشير حمادوش، "التجربة المغربية في إدارة سعر الصرف"، مداخلة مقدمة في ندوة نظم وسياسات أسعار الصرف، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي أبو ظبي، 16-17 ديسمبر 2002.
64. بطاهر علي، "سياسات التحرير والإصلاح الاقتصادي في الجزائر"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، الشلف، العدد الأول، المجلد الأول، 2004.
65. بلعزوز بن علي & كتوش عاشور، "واقع المنظومة المصرفية الجزائرية ومنهج الإصلاح"، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية- الواقع والتحديات-، جامعة الشلف، ديسمبر 2004.
66. بن علي بلعزوز & عاشور كتوش، "دراسة لتقييم انعكاس الإصلاحات الاقتصادية على السياسة النقدية"، الملتقى الدولي حول السياسات الاقتصادية في الجزائر الواقع والأفاق، جامعة تلمسان، 29-30 أكتوبر 2004.
67. جاب الله عادل رياض، "العولمة المالية وانعكاساتها على أداء أسواق الأوراق المالية العربية"، مجلة البديل الاقتصادي، جامعة الجلفة، المجلد 02، العدد 02، 2015.
68. جوسلين لاندل-ميلز، "التكلفة المالية للاحتفاظ بالاحتياطات"، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 1989.
69. حاكمي بوحفص، "الإصلاحات والنمو الاقتصادي في شمال إفريقيا دراسة مقارنة بين الجزائر المغرب وتونس"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، العدد السابع، 2009.
70. خالد صلاح الدين طه محمود، "تطبيق نموذج الانحدار الذاتي للإبطاءات الموزعة (ARDL) لدراسة التكامل المشترك بين أسعار الكتاكيت ودجاج اللحم في مصر خلال

- Menoufia J.Agric.Economic et ، الفترة من 2015/1/1 إلى 2018/06/20" ، social sci ، رقم 03 ، ديسمبر 2018.
71. راتول محمد، "تحويلات الدينار الجزائري وإشكالية التخفيضات المتتالية وفق نظرية أسلوب المرونات"، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية- الواقع والتحديات-، جامعة الشلف، ديسمبر 2004.
72. ريمدي عبد الوهاب & بوضياف مختار، "أثر التحرير المالي على السياسة النقدية في الجزائر للفترة من (1990-2010)"، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، المجلد 1، العدد 10، 2014.
73. زايري بلقاسم، "كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، العدد السابع، 2009.
74. زهراء صالح الخياط، "دور التحرير المالي في تعزيز الإبداع المالي"، مجلة بحوث مستقبلية، كلية الحدباء، العراق، العدد 29-30، 2010.
75. سامية مقعاش، "تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وأثرها على معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي- دراسة حالة ماليزيا"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، العدد 16، 2016.
76. سعاد يحيى، "مخاطر عولمة الأسواق المالية دراسة حالة سوق المال الكويتي"، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 22، ديسمبر 2017.
77. صاحب نعمة العكاشي & فاطمة سلام، "تأثير التحرر المالي في الاستثمار المصرفي الخاص في الاقتصاد العراقي"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، المجلد 13، العدد 54، 2017.
78. صادق راشدي الشميري & فالح داوود سلمان، "غسيل الأموال الآثار والمعالجات"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، العراق، العدد 16، 2008.
79. صالح مفتاح، "العولمة المالية"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 02، جوان 2002.

80. صبحي حسون الساعدي & أياد حماد، "أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في بلدان مختارة"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، المجلد 04، العدد 07، 2011.
81. صليحة بن طلحة ، بوعلام معوشي ، " دور التحرير المصرفي في إصلاح المنظومة المصرفية"، مداخلة قدمت في الملتقى الوطني الأول حول المنظومة المصرفية واقع وتحديات، جامعة الشلف، المنعقد يومي 14-15 ديسمبر 2004.
82. عامر عبود جابر & خلف محمد الجبوري، "اتجاه السياسة النقدية في المغرب في ظل برنامج الإصلاح الاقتصادي للفترة من 1976-2005"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة تكريت، المجلد 5، العدد 16، 2009.
83. عبد الغني حريري، " دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المصرفي"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، أكتوبر 2009.
84. عبد القادر بربش & محمد طرشي، "التحرير المالي وعدى الأزمات المالية-أزمة الرهن العقاري-"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، جامعة خميس مليانة، 5 و 6 ماي 2009.
85. عبد اللطيف جواهري، "تجربة السياسة النقدية في المملكة المغربية"، صندوق النقد العربي أبو ظبي، 2004.
86. عبد المنعم محمد الطيب حمد النيل، "العولمة وأثارها الاقتصادية على المصارف- نظرة شمولية-"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، المجلد 02، العدد 03، ديسمبر 2005.
87. العقريب كمال & بلوكاريف نادية، "دوافع وتحديات تحرير حركة رؤوس الأموال في القطاع المالي دراسة حالة البلدان النامية"، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، جامعة المدية، العدد 06، سبتمبر 2016.
88. فاطمة الزهراء سعدي ، "التحرير المالي: المكاسب والمخاطر الناتجة عنه"، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، العدد 05، جانفي 2012.
89. فهيمة بديسي & مريم سرارمة، "أثر التحرير المالي على النظام المالي والبنكي الجزائري- إشارة إلى حالة السوق المالي الجزائري"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 08، ديسمبر 2017.

90. فؤاد مرسي، "الرأسمالية تجدد نفسها"، سلسلة عالم المعرفة، الكويت، العدد 47، مارس 1990.
91. محفوظ جبار & سامية عمر عبدة، "التدفقات الدولية لرؤوس الأموال وتأثيرها على التنمية الاقتصادية في الجزائر"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، العدد 48، 2016.
92. محمد افتخار & عباس أثير، "العولمة المالية وأثرها في المصارف الإسلامية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، العدد 42، 2013.
93. محمد أمين بربري & محمد طرشي، "التحرير المالي والمصرفي كآلية لزيادة القدرة التنافسية للبنوك التجارية في الجزائر"، المؤتمر الدولي الثاني حول إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات الراهنة، جامعة ورقلة، 11-12 مارس 2008.
94. محمد بن علي العقلا، "محددات الاحتياطات الدولية في الدول العربية"، مجلة آفاق، السنة العاشرة، العدد الثالث، جويلية 1998.
95. محمد رضا بوشیخي، "التحرير المالي: عامل لهشاشة النظام البنكي في البلدان النامية؟"، المجلة الجزائرية للاقتصاد والإدارة، جامعة معسكر، المجلد 06، العدد 01، أبريل 2005.
96. محمد زكريا بن معز وكمال حماني، "قياس العلاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر باستخدام مؤشر (KAOPEN) دراسة قياسية (1970-2010)"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، المجلد 13، العدد 13، 2013.
97. محمد شويكات-نورة زيان، "علاقة سياسة التحرير المالي بالنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة من 1990-2013 دراسة قياسية باستعمال التكامل المتزامن"، مجلة دفاتر اقتصادية، جامعة الجلفة، المجلد 08، العدد 01، 2017.
98. مورا تھتان، "تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في بلدان الشرق الأوسط وشمال افريقيا (MENA)"، مجلة الاقتصاد والإحصاء التطبيقي، المدرسة الوطنية العليا في الإحصاء والاقتصاد التطبيقي، المجلد 5، العدد 2، 2008.
99. هالة حلمي السعيد، "الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة"، بنك الكويت الصناعي، العدد 58، سبتمبر 1999.
100. وصاف عتيقة، "دور التحرير المالي في عالمية الأزمة المالية الحالية - حالة الدول العربية"، أبحاث اقتصادية إدارية، جامعة بسكرة، المجلد 07، العدد 02، ديسمبر 2013.

101. يوري دادوش و آخرون، "دور الديون قصيرة الأجل في السنوات الأخيرة"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 37، العدد 04، ديسمبر 2000.
102. يوسف عثمان إدريس، "تحرير حساب رأس المال المزيا والمخاطر"، المصرفي، بنك السودان المركزي، العدد 35، مارس 2005.
- IV. التقارير والنشرات:
103. بيان صحفي رقم 2019/184 صادر بتاريخ 2019/04/08 على الموقع: www.albankaldawli.org
104. بيان صحفي رقم 16/440 الصادر بتاريخ 2016/09/30 على الموقع: www.imf.org
105. دليل إحصاءات ميزان المدفوعات، الطبعة الخامسة، 2005.
106. دليل الحسابات القومية الصادر عن هيئة الأمم المتحدة سنة 1993.
107. صندوق النقد الدولي، "دراسة استقصائية للأوضاع الاقتصادية المالية العالمية"، أفاق الاقتصاد العالمي "العولمة وعدم المساواة"، أكتوبر 2007.
108. صندوق النقد الدولي، "دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي"، الطبعة السادسة، واشنطن، 2009.
109. عمار طهاري وآخرون، إصلاحات القطاع المالي وأفاق الدمج المالي في بلدان المغرب، ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي، ماي 2007.
110. مجلس الذهب العالمي، التقرير السنوي 2008.
111. محمد الشرفي، 100 عام من النظام المالي والمصرفي المغربي مقال على الموقع: le cercle www.economistes-arabes.org تاريخ الاطلاع 2020/12/20
112. مصرف سورية المركزي، "دراسة حول ربط الليرة السورية بوحدة حقوق السحب الخاصة"، 2007.
113. الملخص التنفيذي "التوقعات بشأن نمو الاقتصاد الدولي والتنمية المستدامة"، 2013.
114. منتدى رؤساء المؤسسات، 10 سبتمبر 2017، الجزائر.

.V الجرائد الرسمية

115. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 16 مؤرخة في: 18 أفريل 1990 المتضمنة قانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض المؤرخ في 14/04/1990.

المراجع باللغة الأجنبية

I. Ouvrages:

116. Abd elkrim naas, **le système bancaire algérien de la décolonisation à l'économie de marché**, Maisonneuve et laros, paris,2003
117. Ammour benhalima, **le système bancaire algérien**, Editions Dahlab, Algérie, 2001
118. E.Shaw, **financial deepening in economic development**, OX ford university press, Newyork, 1973.
119. Grigori A marchenko, " **gold as a reserve asset**", the LBMA precious metals conference 2003, Lisbon.
120. Krugman, "**Currency Caises**", Combrige UK,1997.
121. Maurice Denis, "**Lexique de L'Economie et de la Gestion**", Edition Labor, 1976.
122. Régis Bourbonnais, "**Econométrie**", 5 édition , Edition Dunod , Paris, Francs, 2004.
123. Ronald.I.Mckinnon, "**money and capital in Economic developement**", the bookings institution, washington, DC,1973.
124. Tsvetan manchev, "**international foreign exchange reserve**", bulgarian national bank, 2009.

II. Les Articles et les Périodiques:

125. Abdelali jbili, "**Financial sector reforms in Algeria, morocco and tunisia : A preliminary Asssment**", international monetary fund, july 1997.
126. Ali A.bolbol and ayten m.fatheldin, "**analysis of foreign reserves in the Arab countries(1980-2002)**", Arab Monetary Fund Economic Papers, Number 10, Abu Dhabi, January, 2005.
127. Ali bach hamba, les cahiers de l'IEQ, institut d'économie quantitative, N 11, juillet 1994.
128. Aouatif el fakir, "**tow decades of liberalization reforms in morroco : successes and failures**", hal archives- ouvertes, jul 2016 .

129. BEN GAMRA , MICHAEL CLEVENOT , "les effets ambigus de la libéralisation financière dans les pays en développement croissance économique ou instabilité financière ?", HAL.ARCHIVES , paris, sept 2008.
130. Bouzid amaira, "Adéquation des réserves de change en tunisie : Essai d'évaluation", tribune de l'itcEq, décembre 2020.
131. Bouzid Amaira, **financial liberalization and Economic growth Evidence From tunisia**, journal of life economics, vol 3, n4, 2016.
132. Cédric achille Mbeng mezui and uche duru , **Holding excess foreign réserves versus infrastructure finance :what should africa do ?**, African développement bank group, n°178, 2013.
133. Courchene, T.and Youssef, "**The Demand for International Reserves**", Journal of Plotical Economy, vol 25, n°04, 1967.
134. Delatte-Anne laure and folquan Julien, "**The Determinants of International Reserves in Emerging Countries : a non linear approach**", MPRA paper n°16311, 2009.
135. Driss Daoui- hamid daali, **règle de taylor et conduite de la politique monétaire marocaine**, revue du contrôle de la comptabilité et de l'audit, n°06 septembre 2018.
136. Felix Hufner : "**foreign exchange intervention as a monetary policy instrument**", Zew Economic studies 23, Germany,2004.
137. J.Hanson & S.Ramachandran, Financial liberalization, **what went right, what went wrong ?**, chapter 7, Economic growth, in the 1990.
138. J.onno de beaufort wijnholds and Lars sonder gaard,," **Reserve Accumulation Objective or by – Prodect?**", Occasional paper series, n°73 Septembre 2007,European central bank, Germany.
139. Jaewoo Lee, "**Insurance Value of International Reserves ; an option picing approach**", IMF working paper, wp 04/175, 2004.
140. Jhon william, Molly Mahar, **A Survey of financial liberalization essays in international finance** , n 2011, princeton university, novembre 1998.
141. Jitt leyland, "**the evolution in central bank attitudes tomard gold**", world gold council, april 2010.
142. Jone williamson," Exchange reserves as shock absorbers", serie in Economic development, Oxford university press, 1988.
143. Joshua Aizenman and Jaewoo lee, "**International Reserves : Precautionary Versus Mercantilist Views, Theory and Evidence**", Open Economic Review, 2006

144. Mohamed jaber chebbi, *existe-t-il un lien entre la libéralisation financière et les crises bancaires dans les pays émergents*, Université Dauphine, Paris, 2005.
145. Moudine chourouk and el khattab younes, **demand of money in morocco : teste of stability and its implications for the monetary policy efficiency**, MPRA, paper n°70167, marroc, 24 mar 2016.
146. Petar Wjanovic, "**Understanting the Recent Surge in the Accumulation of International Reserves**", OECD, Economics Département, Working Paper n°866, 2011.
147. Ritesh kumar mishra and chandan sharma," **the demand for international reserve and monetary équilibre**", New Evidencefrom India, National Institute of Financial Management, India.
148. Vincent Dropsy and Nathalie Grand, "**Exchange rate and inflation targeting in morocco and Tunisia**", working paper 0421 january 2008.
149. Wade D-cook, moes Hababou and Gordon.S.Roberts, **the Effects of Financial liberalization on the tunisian banking industry, A non parametric Approach** , topics in middle eastern and north African Economies, 2001.

III- **Cites d'internet :**

150. world gold council, « **gold demand trends** »,AOUT 2018.
151. [http://data .imf.org/](http://data.imf.org/)
152. International Financial statistiques (IFS).
153. goldprice.org/exchanges/buy-gold-in-united-states
154. www.data.albankdawli.org
155. www.amf.org

الملاحق

الملحق رقم 01: بيانات احتياطي الصرف الأجنبي مؤشرات التحرير المالي في تونس

السنوات	RES	open	M2	INF	ER	FDI	CP	CCA
1990	7.05145	94.1612655	51.4961398	6.54529	0.87833333	0.6299086	55.12	3.10807
1991	6.623798	85.6860202	48.9895583	8.193715	0.92462083	0.9595328	54.09	2.57748
1992	5.960727	86.0000875	46.5761137	5.82434	0.8844333	3.3925963	66.17	6.82700
1993	6.420438	88.4109677	46.2067994	3.97495	1.00374166	3.8462564	67.18	0.03409
1994	9.8794267	92.804386	46.3010155	4.73323	1.01155416	2.76353438	67.54	0.03161
1995	9.3676573	93.7144465	45.7606176	6.244150	0.94575	1.5305492	68.43	0.25802
1996	10.0967776	85.7203547	46.3890004	3.725144	0.9734083	1.2167961	63.23	0.23601
1997	9.8380288	80.5007104	44.9125325	3.652026	1.1059083	1.6518787	58.94	0.45764
1998	8.7718966	79.9794582	43.7627590	3.125365	1.138725	2.9845281	59.91	0.37860
1999	10.131843	77.9051139	47.4565472	2.690124	1.186225	1.5137946	59.46	0.31598
2000	8.71518001	82.4559257	50.085359	2.962307	1.37068333	3.4960827	59.98	0.04077
2001	9.28833267	89.5519191	54.964897	1.98333	1.4387125	2.0461920	61.51	0.23939
2002	10.219142	85.3416571	54.6839291	2.721032	1.4217333	3.4149721	62.3	0.32520
2003	11.059754	82.3901077	53.273302	2.712592	1.2884583	1.9651049	60.74	0.21485
2004	12.927303	86.9482937	52.4771192	3.632280	1.2454666	1.89893492	58.95	0.345026
2005	14.093610	90.2512478	54.1135448	2.017786	1.2974333	2.2083930	58.29	0.393818
2006	20.104530	93.9378508	55.3439342	3.2252533	1.331025	9.42424772	57.32	0.421560
2007	20.644462	104.075472	57.5871902	2.966944	1.2813583	3.8946806	57.85	0.425432
2008	20.150676	114.35483	58.874690	4.345028	1.2321416	5.7977550	59.89	0.175864
2009	25.9910351	93.016878	62.581742	3.664903	1.35027	3.50994616	62.24	0.378518
2010	22.165854	104.14863	65.0827500	3.338979	1.4314	3.029442783	69.11	0.18698
2011	16.994540	104.52907	69.7283067	3.2400284	1.40778333	0.94446647	76.49	0.401138
2012	19.353983	106.531076	69.073708	4.6118443	1.56189166	3.45054886	76.26	0.996673
2013	16.324009	103.44990	68.707980	5.316235	1.6246583	2.28886114	76.95	0.247930
2014	15.74143	100.82618	68.920627	4.625550	1.697675	2.15138442	78.04	0.630563
2015	17.50890	92.233120	69.370803	4.437371	1.961625	2.24795839	79.3	0.520367
2016	14.681579	92.0142779	70.691359	3.6293993	2.1480333	1.48935754	81.66	0.226638
2017	15.436208	101.348626	73.799290	5.3088483	2.419425	2.037404438	86.56	0.226638
2018	14.235172	111.24016	72.313444	7.30759176	2.646866	2.486636931	68.00	0.226638

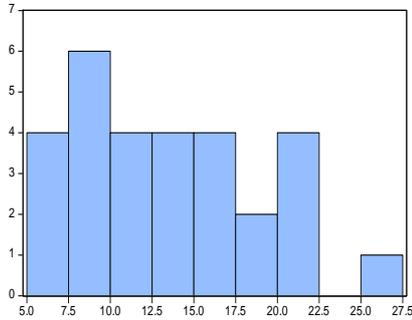
الملحق رقم 02 : بيانات احتياطي الصرف الأجنبي مؤشرات التحرير المالي في الجزائر

السنوات	RES	open	M2	INF	ER	FDI	CP	CCA
1990	4.35727306	48.3807	61.77114	-2.53041	8.9575083	0.0005397	16.65	4.44
1991	7.56850345	52.7175	49.113098	-4.13427	18.472875	0.025459	25.88	3.7
1992	6.91101923	49.189	51.9419948	-2.22901	21.836075	0.0624957	31.66	7.2541
1993	7.31917476	44.9228	50.1014581	-1.621736	23.345406	0.0000	20.54	6.6177
1994	11.3145207	48.5844	45.3186722	-5.97049	35.0585008	0.0000	29.04	6.4891
1995	9.97106296	55.191	37.1694457	-9.79311	47.6627266	0.0000	29.77	5.1993
1996	13.4134188	53.7051	33.0058364	-7.11523	54.748933	0.575184045	18.67	5.3649
1997	20.0649723	52.2439	36.0814341	-4.75322	57.70735	0.539666947	5.73	3.9074
1998	17.5402938	45.0944	42.3768223	-1.72242	58.738958	1.258826218	4.95	4.5638
1999	12.6357024	50.4927	42.207676	-4.19402	66.573875	0.59949903	2.64	5.388
2000	24.7418308	62.5295	37.8298537	-2.48219	75.2597916	0.51122411	0.33	5.9656
2001	35.8483129	58.7061	56.8489518	-1.58919	77.2150208	2.03326578	4.22	8.0142
2002	44.310963	61.1341	62.724222	-1.25087	79.6819	1.87631181	1.41	12.1997
2003	52.2437273	62.1247	62.819074	-2.01874	77.394975	0.93994288	4.26	11.2223
2004	53.550133	65.7014	59.2653154	-2.19162	72.06065	1.03352053	3.96	10.9977
2005	57.3334031	71.2785	53.8277046	-4.10859	73.276308	1.12017426	1.38	11.9291
2006	69.61001	70.73	57.2839404	-9.5875	72.646616	1.57313714	2.31	12.117
2007	85.2621755	71.9381	64.0936643	-0.73417	69.2924	1.24964655	3.67	12.9901
2008	86.603309	76.6845	62.9858251	1.48531	64.5828	1.5430388	4.86	12.7958
2009	113.050266	71.3243	73.160876	2.52175	72.647416	2.00197501	5.73	16.2658
2010	105.774436	69.8666	69.0547165	2.12217	74.385983	1.42696364	3.91	15.2082
2011	95.563016	67.392	68.0615966	1.18848	72.937883	1.28553462	4.52	13.7159
2012	95.9648378	65.3469	67.9581697	-0.11482	77.5359666	0.7177331	8.89	14.026
2013	96.0482674	63.6264	71.7473382	-0.4863	79.3684	0.80679934	3.25	16.4956
2014	87.1365403	62.5105	79.4177696	1.5898	80.5790166	0.70413251	2.91	18.3519
2015	90.522893	59.69	81.5782894	-0.03606	100.691433	-0.2417887	4.78	21.7117
2016	75.4949912	55.92	82.0000	0.118753831	109.44	1.02	6.4	22.8758
2017	61.6188251	55.32	78.88	0.182178086	110.97	0.72	5.59	24.4029
2018	49.8176113	57.9	81.34	0.507395256	116.59	0.84	4.27	24.8298

الملحق رقم 03 : بيانات احتياطي الصرف الأجنبي مؤشرات التحير المالي في المغرب

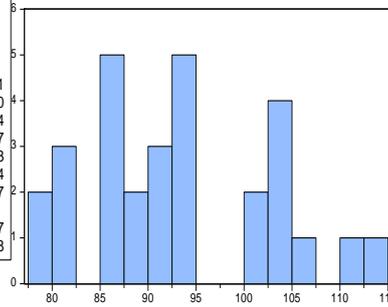
السنوات	RES	open	M2	INF	ER	FDI	CP	CCA
1990	7.7452795	54.6266874	46.1509067	6.78259401	8.242341	0.5471251	16.79	6.25577603
1991	10.3734145	49.7792954	47.7032824	7.986166	8.70655	0.98329974	19.64	4.27128208
1992	11.3275617	50.2633161	50.9013961	5.74024662	8.537875	1.2532099	21.79	3.68424977
1993	12.4147078	49.668456	53.7242549	5.18311396	9.2987	1.55254686	24.00	3.07371802
1994	12.9802454	47.3135537	53.1768927	5.14167152	9.202715	1.5473605	24.13	3.49397595
1995	9.92436645	51.7150253	55.9572669	6.12358164	8.54023	0.85771412	27.00	-0.48423934
1996	9.3928234	47.0955434	52.8401928	2.98680922	8.71587	0.82803932	26.00	0.0718233471
1997	10.7212106	51.1501546	61.9270329	1.03819895	9.5271	2.75709006	41.00	1.18780486
1998	11.0933315	50.7976821	60.9949122	2.7531133	9.60441	0.738435976	43.32	0.552549365
1999	14.156917	53.9866926	66.1443167	0.684782608	9.80441	1.98638902	43.7	3.76104669
2000	12.9111931	59.1618267	70.9096679	1.89463456	10.62563	1.09774435	48.26	-0.14128637
2001	21.9701	59.4180038	77.5360787	0.619801875	11.302975	7.15810245	45.38	4.960012
2002	24.564614	60.5340864	81.9550451	2.79561966	11.02058	1.13729089	50.08	-1.53965128
2003	27.1714674	58.3277426	82.551157	1.16773367	9.57438	4.44227721	51.47	0.697986304
2004	27.9185786	61.596533	84.324955	1.49344403	8.86801	1.49821401	61.83	2.0296508
2005	26.547702	67.9148544	92.0191555	0.98264166	8.865008	2.67970595	62.38	2.72797167
2006	30.2892541	71.4962867	99.4729228	3.28476166	8.79558	3.58501977	70.19	2.60005614
2007	31.2666565	78.4871743	109.019703	2.04208512	8.19233	3.57509499	70.44	0.256195195
2008	24.5597575	85.6728209	111.569239	3.71484311	7.750325	2.66604849	70.7	3.85256258
2009	25.3703626	67.9151	114.35862	0.971862998	8.0571	2.12096959	77.89	5.08453847
2010	25.4347715	75.2476345	113.6679	0.993557401	8.417158	1.33090448	67.37	4.77446398
2011	19.8947601	83.4268001	115.755845	0.906924909	8.089875	2.48727462	65.73	8.2234004
2012	17.440576	85.1249172	117.018303	1.2871224	8.628444	2.89209442	73.19	13.514907
2013	17.5967054	80.0205585	113.909096	1.88065466	8.4055	3.14616379	68.00	8.35501586
2014	18.4155302	81.7722741	117.38223	0.442310053	8.40633	3.20252963	68.68	2.16312953
2015	22.4842947	77.1980363	116.204135	1.55790711	9.76434	3.21498327	64.28	1.45809725
2016	24.291804	80.8605951	118.671452	1.63531114	9.80747	2.08433794	64.22	3.49728227
2017	23.870713	83.9749997	119.348858	0.754663249	9.69199	2.44280813	63.17	2.6512496
2018	20.7434988	87.9901194	119.31677	1.9129594	9.3861	3.00572024	61.65	4.17735901

الملحق رقم 04



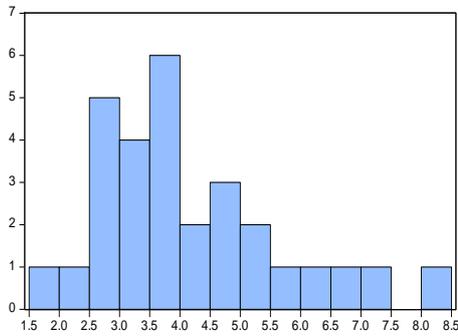
Series: RES
Sample 1990 2018
Observations 29

Mean	13.44061
Median	12.92730
Maximum	25.99104
Minimum	5.960727
Std. Dev.	5.324763
Skewness	0.500204
Kurtosis	2.333587
Jarque-Bera	1.745947
Probability	0.417708



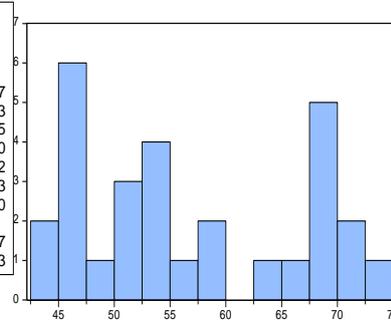
Series: OPEN
Sample 1990 2018
Observations 29

Mean	93.22510
Median	92.23312
Maximum	114.3548
Minimum	77.90511
Std. Dev.	9.752929
Skewness	0.432946
Kurtosis	2.263736
Jarque-Bera	1.560989
Probability	0.458179



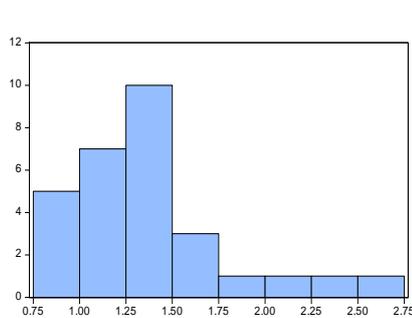
Series: INF
Sample 1990 2018
Observations 29

Mean	4.163987
Median	3.664903
Maximum	8.193715
Minimum	1.983330
Std. Dev.	1.532512
Skewness	0.909803
Kurtosis	3.275460
Jarque-Bera	4.092437
Probability	0.129223



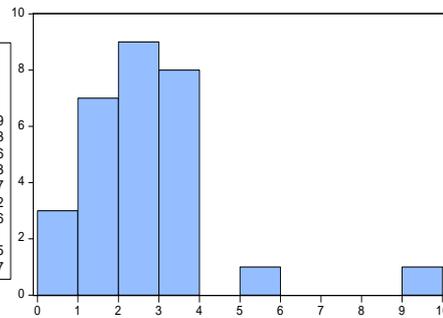
Series: M2
Sample 1990 2018
Observations 29

Mean	56.88017
Median	54.68393
Maximum	73.79929
Minimum	43.76276
Std. Dev.	9.878261
Skewness	0.347457
Kurtosis	1.649550
Jarque-Bera	2.787168
Probability	0.248184



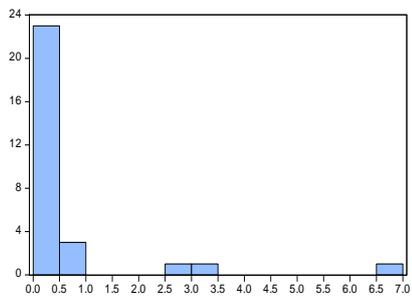
Series: ER
Sample 1990 2018
Observations 29

Mean	1.386529
Median	1.297433
Maximum	2.646866
Minimum	0.878333
Std. Dev.	0.438737
Skewness	1.337972
Kurtosis	4.409846
Jarque-Bera	11.05425
Probability	0.003977



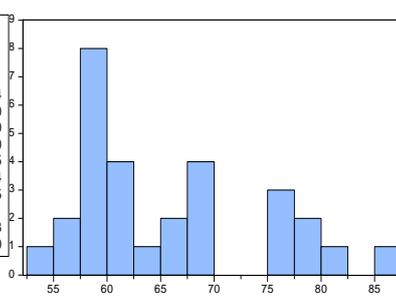
Series: DFI
Sample 1990 2018
Observations 29

Mean	2.699026
Median	2.247958
Maximum	9.424248
Minimum	0.629909
Std. Dev.	1.706451
Skewness	2.256386
Kurtosis	9.568670
Jarque-Bera	76.74432
Probability	0.000000



Series: CCA
Sample 1990 2018
Observations 29

Mean	0.718914
Median	0.325200
Maximum	6.827000
Minimum	0.031610
Std. Dev.	1.357405
Skewness	3.565964
Kurtosis	15.66615
Jarque-Bera	255.3158
Probability	0.000000



Series: CP
Sample 1990 2018
Observations 29

Mean	65.91414
Median	62.30000
Maximum	86.56000
Minimum	54.09000
Std. Dev.	8.754397
Skewness	0.766057
Kurtosis	2.480332
Jarque-Bera	3.162727
Probability	0.205694

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 05: اختبار استقرارية السلسلة "RES"

تقدير النموذج 02

Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.278200	0.1862		
Test critical values:	1% level	-3.724070		
	5% level	-2.986225		
	10% level	-2.632604		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(RES)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 10:35				
Sample (adjusted): 1994 2018				
Included observations: 25 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RES(-1)	-0.203252	0.089216	-2.278200	0.0338
D(RES(-1))	-0.034389	0.178888	-0.192237	0.8495
D(RES(-2))	0.053611	0.178254	0.300756	0.7667
D(RES(-3))	0.559091	0.182111	3.070051	0.0060
C	2.968029	1.320711	2.247297	0.0361

تقدير النموذج 03

Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.206715	0.4657		
Test critical values:	1% level	-4.374307		
	5% level	-3.603202		
	10% level	-3.238054		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(RES)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 10:35				
Sample (adjusted): 1994 2018				
Included observations: 25 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RES(-1)	-0.360692	0.163452	-2.206715	0.0398
D(RES(-1))	0.109370	0.217369	0.503155	0.6206
D(RES(-2))	0.180691	0.208771	0.865498	0.3976
D(RES(-3))	0.643666	0.195197	3.297523	0.0038
C	2.952216	1.310571	2.252617	0.0363
@TREND(1990)	0.132897	0.115984	1.145823	0.2661

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.033966	0.6629
Test critical values:	1% level	-2.650145
	5% level	-1.953381
	10% level	-1.609798

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 06: اختبار استقرارية السلسلة "OPEN"

تقدير النموذج 02

		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.566943	0.4857	
Test critical values:				
	1% level	-3.689194		
	5% level	-2.971853		
	10% level	-2.625121		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(OPEN)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 10:40				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OPEN(-1)	-0.227264	0.145036	-1.566943	0.1292
C	21.65042	13.49266	1.604607	0.1207

تقدير النموذج 03

		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.860784	0.1893	
Test critical values:				
	1% level	-4.323979		
	5% level	-3.580623		
	10% level	-3.225334		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(OPEN)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 10:40				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OPEN(-1)	-0.468439	0.163745	-2.860784	0.0084
C	37.28076	13.80507	2.700512	0.0122
@TREND(1990)	0.461937	0.184807	2.499574	0.0194

تقدير النموذج 01

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		0.296986	0.7647
Test critical values:			
	1% level	-2.650145	
	5% level	-1.953381	
	10% level	-1.609798	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 07: اختبار استقرارية السلسلة "M2"

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.487640	0.9831		
Test critical values:				
1% level	-3.689194			
5% level	-2.971853			
10% level	-2.625121			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(M2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 10:44				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2(-1)	0.020470	0.041977	0.487640	0.6299
C	-0.409556	2.397361	-0.170836	0.8657

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.687625	0.2491		
Test critical values:				
1% level	-4.356068			
5% level	-3.595026			
10% level	-3.233456			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(M2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 10:44				
Sample (adjusted): 1993 2018				
Included observations: 26 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2(-1)	-0.353094	0.131378	-2.687625	0.0138
D(M2(-1))	0.254563	0.198888	1.279932	0.2145
D(M2(-2))	0.064267	0.196851	0.326478	0.7473
C	13.87368	5.044429	2.750297	0.0120
@TREND(1990)	0.443910	0.166081	2.672849	0.0142

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.970292	0.9860
Test critical values:		
1% level	-2.650145	
5% level	-1.953381	
10% level	-1.609798	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 08: اختبار استقرارية السلسلة "INF"

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.112570	0.2415		
Test critical values:				
1% level	-3.688194			
5% level	-2.971853			
10% level	-2.625121			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(INF)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 10:48				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.328089	0.155303	-2.112570	0.0444
C	1.356547	0.666166	2.036350	0.0520

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.755074	0.6991		
Test critical values:				
1% level	-4.323979			
5% level	-3.580623			
10% level	-3.225334			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(INF)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 10:48				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.281344	0.160303	-1.755074	0.0915
C	0.718763	0.878743	0.817945	0.4211
@TREND(1990)	0.030923	0.027946	1.106541	0.2790

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.545072	0.4718
Test critical values:		
1% level	-2.650145	
5% level	-1.953381	
10% level	-1.609798	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 09: اختبار استقرارية السلسلة "ER"

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	3.194977	1.0000		
Test critical values:				
1% level	-3.689194			
5% level	-2.971853			
10% level	-2.625121			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(ER)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 10:53				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ER(-1)	0.146102	0.045729	3.194977	0.0036
C	-0.132837	0.063584	-2.089143	0.0466

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.358127	0.9999		
Test critical values:				
1% level	-4.323979			
5% level	-3.580623			
10% level	-3.225334			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(ER)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 10:53				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ER(-1)	0.133288	0.098141	1.358127	0.1866
C	-0.125205	0.082744	-1.513164	0.1428
@TREND(1990)	0.000659	0.004443	0.148373	0.8832

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	2.159756	0.9907
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 10: اختبار استقرارية السلسلة "DFI"

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.338441	0.0020		
Test critical values:				
1% level	-3.689194			
5% level	-2.971853			
10% level	-2.625121			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DFI)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 10:57				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DFI(-1)	-0.812014	0.187167	-4.338441	0.0002
C	2.264117	0.598819	3.780968	0.0008

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.234538	0.0122		
Test critical values:				
1% level	-4.323979			
5% level	-3.580623			
10% level	-3.225334			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DFI)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 10:57				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DFI(-1)	-0.815829	0.192661	-4.234538	0.0003
C	2.190259	0.800341	2.736658	0.0113
@TREND(1990)	0.005806	0.040689	0.142689	0.8877

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.894685	0.3195
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 11: اختبار استقرارية السلسلة "CP"

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.791056	0.3770		
Test critical values:				
1% level	-3.689194			
5% level	-2.971853			
10% level	-2.625121			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(CP)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 11:01				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CP(-1)	-0.187960	0.104944	-1.791056	0.0849
C	12.83521	6.970131	1.841459	0.0770

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.867530	0.6442		
Test critical values:				
1% level	-4.323979			
5% level	-3.580623			
10% level	-3.225334			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(CP)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 11:00				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CP(-1)	-0.269019	0.144051	-1.867530	0.0736
C	16.30151	8.169372	1.995442	0.0570
@TREND(1990)	0.129007	0.155953	0.827217	0.4159

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.250191	0.7515
Test critical values:		
1% level	-2.650145	
5% level	-1.953381	
10% level	-1.609798	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 12: اختبار استقرارية السلسلة "CCA"

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.974230	0.0050		
Test critical values:				
1% level	-3.689194			
5% level	-2.971853			
10% level	-2.625121			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(CCA)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 11:05				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CCA(-1)	-0.695943	0.175114	-3.974230	0.0005
C	0.409650	0.269926	1.517639	0.1412

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.167135	0.0142		
Test critical values:				
1% level	-4.323979			
5% level	-3.580623			
10% level	-3.225334			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(CCA)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 11:04				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CCA(-1)	-0.791931	0.190042	-4.167135	0.0003
C	1.050191	0.583982	1.798328	0.0842
@TREND(1990)	-0.039300	0.031857	-1.233617	0.2288

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.698126	0.0090
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 13: اختبار استقرارية السلسلة "RES" بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.045996	0.2667		
Test critical values:				
1% level	-3.737853			
5% level	-2.991878			
10% level	-2.635542			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(RES.2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 10:37				
Sample (adjusted): 1995 2018				
Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RES(-1))	0.773905	0.378254	-2.045996	0.0549
D(RES(-1),2)	-0.153929	0.362284	-0.424886	0.6757
D(RES(-2),2)	-0.142687	0.292431	-0.487935	0.6312
D(RES(-3),2)	0.361091	0.212099	1.702467	0.1050
C	0.052553	0.474748	0.110697	0.9130

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.349117	0.3931		
Test critical values:				
1% level	-4.440739			
5% level	-3.632896			
10% level	-3.254671			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(RES.2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 10:36				
Sample (adjusted): 1997 2018				
Included observations: 22 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RES(-1))	-1.238233	0.527106	-2.349117	0.0340
D(RES(-1),2)	0.305778	0.474313	0.644676	0.5296
D(RES(-2),2)	0.130773	0.422553	0.309484	0.7615
D(RES(-3),2)	0.754424	0.393595	1.916750	0.0759
D(RES(-4),2)	0.335027	0.334905	1.000363	0.3341
D(RES(-5),2)	0.383725	0.248195	1.546060	0.1444
C	1.469999	1.597355	0.920270	0.3730
@TREND(1990)	-0.068405	0.082658	-0.827573	0.4218

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.172492	0.0313
Test critical values:		
1% level	-2.664853	
5% level	-1.955681	
10% level	-1.608793	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 14: اختبار استقرارية السلسلة "OPEN" بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.519611	0.0001		
Test critical values:				
1% level	-3.699871			
5% level	-2.976263			
10% level	-2.627420			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(OPEN,2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 10:41				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(OPEN(-1))	-1.099981	0.199286	-5.519611	0.0000
C	0.973064	1.385790	0.702173	0.4891

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.470113	0.0007		
Test critical values:				
1% level	-4.339330			
5% level	-3.587527			
10% level	-3.229230			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(OPEN,2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 10:41				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(OPEN(-1))	-1.11085	0.203119	-5.470113	0.0000
C	-0.522977	3.055239	-0.171174	0.8655
@TREND(1990)	0.099933	0.181208	0.551482	0.5864

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.551145	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 15: اختبار استقرارية السلسلة "M2" بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.675223	0.0106		
Test critical values:	1% level	-3.699871		
	5% level	-2.976263		
	10% level	-2.627420		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(M2.2) Method: Least Squares Date: 03/23/21 Time: 10:46 Sample (adjusted): 1992 2018 Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2(-1))	-0.674044	0.183402	-3.675223	0.0011
C	0.594594	0.399610	1.487934	0.1493

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.544405	0.0545		
Test critical values:	1% level	-4.339330		
	5% level	-3.587527		
	10% level	-3.229230		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(M2.2) Method: Least Squares Date: 03/23/21 Time: 10:45 Sample (adjusted): 1992 2018 Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2(-1))	-0.724736	0.204473	-3.544405	0.0017
C	0.164744	0.829058	0.198713	0.8442
@TREND(1990)	0.031448	0.052930	0.594150	0.5580

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.286265	0.0020
Test critical values:	1% level	-2.653401
	5% level	-1.953858
	10% level	-1.609571

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 16: اختبار استقرارية السلسلة "INF" بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.864307	0.0000		
Test critical values:				
1% level	-3.699871			
5% level	-2.976263			
10% level	-2.627420			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(INF.2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 10:50				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-1.175595	0.200466	-5.864307	0.0000
C	-0.040861	0.234107	-0.174538	0.8628

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.317841	0.0001		
Test critical values:				
1% level	-4.374307			
5% level	-3.603202			
10% level	-3.238054			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(INF.2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 10:49				
Sample (adjusted): 1994 2018				
Included observations: 25 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-2.698348	0.427100	-6.317841	0.0000
D(INF(-1),2)	1.085704	0.308436	3.520028	0.0022
D(INF(-2),2)	0.535025	0.175015	3.057023	0.0062
C	-1.549195	0.507715	-3.051309	0.0063
@TREND(1990)	0.095264	0.028334	3.362209	0.0031

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.974423	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 17: اختبار استقرارية السلسلة "ER" بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.741109	0.0804		
Test critical values:				
1% level	-3.699871			
5% level	-2.976263			
10% level	-2.627420			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(ER,2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 10:55				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ER(-1))	-0.511178	0.186486	-2.741109	0.0111
C	0.035886	0.021034	1.706098	0.1004

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.456173	0.0649		
Test critical values:				
1% level	-4.339330			
5% level	-3.587527			
10% level	-3.229230			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(ER,2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 10:54				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ER(-1))	-0.672634	0.194618	-3.456173	0.0021
C	-0.026807	0.037512	-0.714633	0.4817
@TREND(1990)	0.004794	0.002431	1.972162	0.0602

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.101239	0.0364
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 18: اختبار استقرارية السلسلة "CP" بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.395346	0.0202		
Test critical values:				
1% level	-3.699871			
5% level	-2.976263			
10% level	-2.627420			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(CP,2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 11:02				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CP(-1))	-1.004628	0.295884	-3.395346	0.0023
C	0.520575	1.065725	0.488470	0.6295

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.159381	0.1136		
Test critical values:				
1% level	-4.339330			
5% level	-3.587527			
10% level	-3.229230			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(CP,2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 11:02				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CP(-1))	-0.963128	0.304847	-3.159381	0.0042
C	1.866869	2.211560	0.844141	0.4069
@TREND(1990)	-0.092975	0.133401	-0.696956	0.4925

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.472367	0.0012
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 19: أحسن 20 نموذج ARDL وفقا لمعيار Akaike

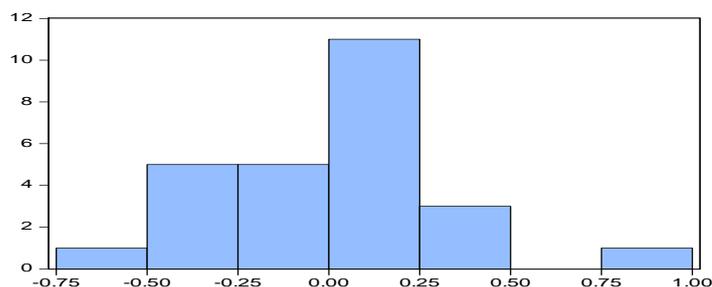
Model	LogL	AIC*	BIC	HQ	Adj. R-sq	Specification
83	-5.747792	2.211369	3.324300	2.531853	0.968874	ARDL(3, 2, 2, 1, 2, 2, 2, 1)
82	-5.173952	2.244150	3.405470	2.578568	0.955328	ARDL(3, 2, 2, 1, 2, 2, 2, 2)
2189	-6.445088	2.265007	3.377938	2.585491	0.967159	ARDL(2, 2, 2, 2, 2, 2, 2, 1)
2	-5.584036	2.275695	3.437015	2.610113	0.953896	ARDL(3, 2, 2, 2, 2, 2, 2, 1)
1	-5.152133	2.319395	3.529103	2.667747	0.910805	ARDL(3, 2, 2, 2, 2, 2, 2, 2)
2188	-6.346073	2.334313	3.495633	2.668731	0.951113	ARDL(2, 2, 2, 2, 2, 2, 2, 2)
2269	-7.676396	2.359723	3.472654	2.680207	0.963897	ARDL(2, 2, 2, 1, 2, 2, 2, 2)
2270	-10.404910	2.492685	3.557229	2.799235	0.966599	ARDL(2, 2, 2, 1, 2, 2, 2, 1)
11	-10.389020	2.568386	3.681318	2.888870	0.955520	ARDL(3, 2, 2, 2, 2, 1, 2, 1)
10	-10.376973	2.644383	3.805702	2.978801	0.933341	ARDL(3, 2, 2, 2, 2, 1, 2, 2)
91	-11.507421	2.654417	3.767349	2.974901	0.951524	ARDL(3, 2, 2, 1, 2, 1, 2, 2)
92	-13.777382	2.752106	3.816650	3.058656	0.956706	ARDL(3, 2, 2, 1, 2, 1, 2, 1)
38	-14.308660	2.792974	3.857517	3.099524	0.954900	ARDL(3, 2, 2, 2, 1, 1, 2, 1)
64	-14.500492	2.807730	3.872273	3.114280	0.954230	ARDL(3, 2, 2, 2, 0, 1, 2, 2)
110	-14.799387	2.830722	3.895265	3.137272	0.953165	ARDL(3, 2, 2, 1, 1, 2, 2, 1)
2350	-14.936159	2.841243	3.905786	3.147793	0.952670	ARDL(2, 2, 2, 0, 2, 2, 2, 2)
65	-15.948749	2.842211	3.858366	3.134827	0.959069	ARDL(3, 2, 2, 2, 0, 1, 2, 1)
29	-14.180979	2.860075	3.973007	3.180559	0.940455	ARDL(3, 2, 2, 2, 1, 2, 2, 1)
118	-15.192378	2.860952	3.925495	3.167502	0.951728	ARDL(3, 2, 2, 1, 1, 1, 2, 2)
37	-14.249830	2.865372	3.978303	3.185856	0.940139	ARDL(3, 2, 2, 2, 1, 1, 2, 2)

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 20: نتائج تقدير نموذج ARDL(3,2,2,1,2,2,2,1) الأمثل

Dependent Variable: RES				
Method: ARDL				
Date: 03/25/21 Time: 14:27				
Sample (adjusted): 1993 2018				
Included observations: 26 after adjustments				
Maximum dependent lags: 3 (Automatic selection)				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Dynamic regressors (2 lags, automatic): OPEN M2 INF FDI ER CP CCA				
Fixed regressors: C				
Number of models evaluated: 6561				
Selected Model: ARDL(3, 2, 2, 1, 2, 2, 2, 1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
RES(-1)	0.538418	0.181606	2.964760	0.0593
RES(-2)	-0.300881	0.184535	-1.630479	0.2015
RES(-3)	-0.250302	0.220172	-1.136849	0.3382
OPEN	0.158978	0.089667	1.772973	0.1743
OPEN(-1)	0.268705	0.087525	3.070032	0.0546
OPEN(-2)	0.272721	0.088015	3.098586	0.0534
M2	-0.120573	0.319473	-0.377414	0.7310
M2(-1)	-1.012192	0.410277	-2.467093	0.0903
M2(-2)	0.953438	0.239577	3.979679	0.0284
INF	-0.490264	0.568009	-0.863127	0.4516
INF(-1)	-1.550946	0.740465	-2.094558	0.1272
FDI	0.520838	0.229279	2.271631	0.1078
FDI(-1)	0.102559	0.241275	0.425072	0.6994
FDI(-2)	-0.514544	0.296145	-1.737471	0.1807
ER	22.55807	5.788197	3.897254	0.0300
ER(-1)	-25.82109	6.443878	-4.007073	0.0279
ER(-2)	8.968128	5.600975	1.601173	0.2077
CP	0.060018	0.113431	0.529120	0.6334
CP(-1)	0.345184	0.195353	1.766977	0.1754
CP(-2)	-0.684967	0.186525	-3.672257	0.0349
CCA	1.712557	2.024010	0.846121	0.4596
CCA(-1)	-2.027159	0.531025	-3.817447	0.0316
C	-22.58905	11.25787	-2.006512	0.1384
R-squared	0.996265	Mean dependent var		14.23622
Adjusted R-squared	0.968874	S.D. dependent var		5.036626
S.E. of regression	0.888583	Akaike info criterion		2.211369
Sum squared resid	2.368738	Schwarz criterion		3.324300
Log likelihood	-5.747792	Hannan-Quinn criter.		2.531853
F-statistic	36.37272	Durbin-Watson stat		3.114356
Prob(F-statistic)	0.006332			
*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.				

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 21: اختبار *Jaque-Bera*

Series: Residuals	
Sample 1993 2018	
Observations 26	
Mean	2.16e-14
Median	0.036404
Maximum	0.829501
Minimum	-0.716150
Std. Dev.	0.307814
Skewness	0.217559
Kurtosis	4.036151
Jaque-Bera	1.368181
Probability	0.504549

الملحق رقم 22: اختبار *R. RESET Breusch-Godfrey*

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	2.740228	Prob. F(2,1)	0.3928
Obs*R-squared	21.98794	Prob. Chi-Square(2)	0.0000

Ramsey RESET Test			
Equation: EQ01			
Specification: RES RES(-1) RES(-2) RES(-3) OPEN OPEN(-1) OPEN(-2)			
M2 M2(-1) M2(-2) INF INF(-1) FDI FDI(-1) FDI(-2) ER ER(-1) ER(-2) CP			
CP(-1) CP(-2) CCA CCA(-1) C			
Omitted Variables: Squares of fitted values			
	Value	df	Probability
t-statistic	1.853755	2	0.2049
F-statistic	3.436407	(1, 2)	0.2049

الملحق رقم 23: اختبار *Bounds teste*

ARDL Bounds Test		
Date:	03/25/21 Time: 14:31	
Sample:	1993 2018	
Included observations:	26	
Null Hypothesis:	No long-run relationships exist	
Test Statistic	Value	k
F-statistic	9.544825	7
Critical Value Bounds		
Significance	10 Bound	11 Bound
10%	2.03	3.13
5%	2.32	3.5
2.5%	2.6	3.84
1%	2.96	4.26

المصدر: مخرجات برنامج " *Eviews9.5* "

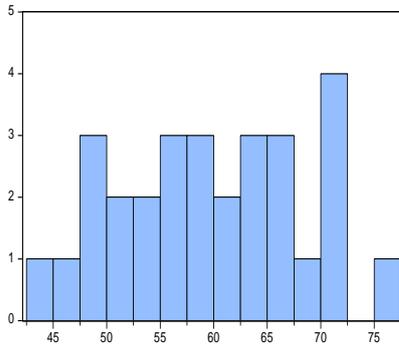
الملحق رقم 24: نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل بين المتغيرات في تونس

Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RES(-1))	0.551183	0.254473	2.165980	0.1189
D(RES(-2))	0.250302	0.220172	1.136849	0.3382
D(OPEN)	0.158978	0.089667	1.772973	0.1743
D(OPEN(-1))	-0.272721	0.088015	-3.098586	0.0534
D(M2)	-0.120573	0.319473	-0.377414	0.7310
D(M2(-1))	-0.953438	0.239577	-3.979679	0.0284
D(INF)	-0.490264	0.568009	-0.863127	0.4516
D(FDI)	0.520838	0.229279	2.271631	0.1078
D(FDI(-1))	0.514544	0.296145	1.737471	0.1807
D(ER)	22.558072	5.788197	3.897254	0.0300
D(ER(-1))	-8.968128	5.600975	-1.601173	0.2077
D(CP)	0.060018	0.113431	0.529120	0.6334
D(CP(-1))	0.684967	0.186525	3.672257	0.0349
D(CCA)	1.712557	2.024010	0.846121	0.4596
CointEq(-1)	-1.012765	0.207907	-4.871238	0.0165

Cointeq = RES - (0.6916*OPEN -0.1771*M2 -2.0155*INF + 0.1075*FDI + 5.6332*ER -0.2762*CP -0.3106*CCA -22.3043)

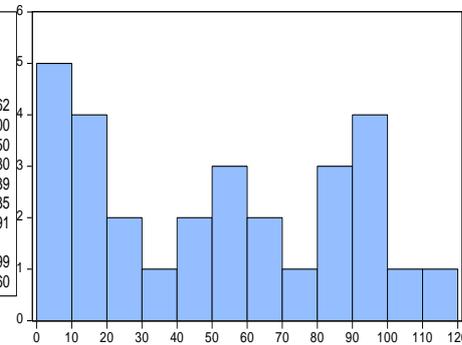
المصدر: مخرجات برنامج " Eviews9.5 "

الملحق رقم 25:



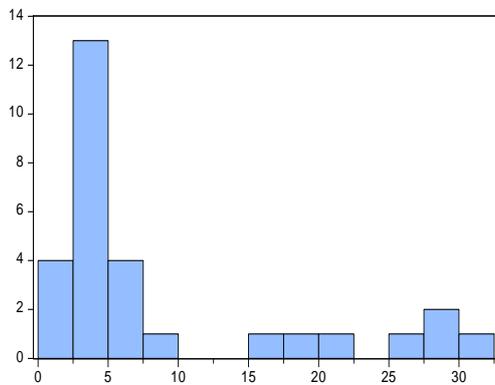
Series: OPEN
Sample 1990 2018
Observations 29

Mean	59.66362
Median	59.69000
Maximum	76.68450
Minimum	44.92280
Std. Dev.	8.814939
Skewness	0.060735
Kurtosis	1.995691
Jarque-Bera	1.236599
Probability	0.538860



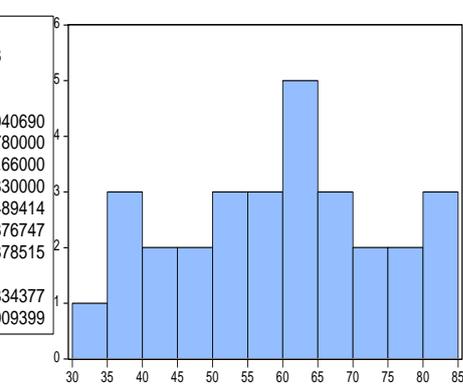
Series: RES
Sample 1990 2018
Observations 29

Mean	51.43419
Median	52.24373
Maximum	113.0503
Minimum	4.357273
Std. Dev.	36.05404
Skewness	0.124877
Kurtosis	1.557871
Jarque-Bera	2.588387
Probability	0.274119



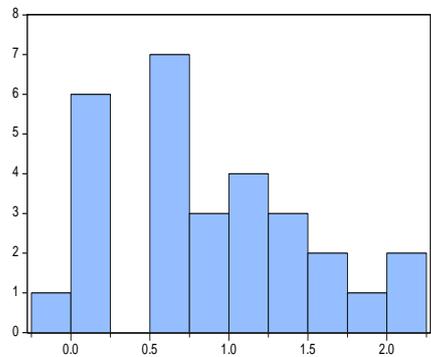
Series: INF
Sample 1990 2018
Observations 29

Mean	9.040690
Median	4.780000
Maximum	31.660000
Minimum	0.330000
Std. Dev.	9.489414
Skewness	1.376747
Kurtosis	3.378515
Jarque-Bera	9.334377
Probability	0.009399



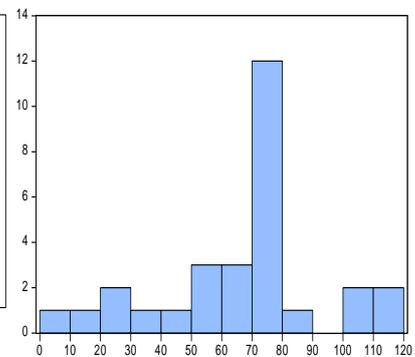
Series: M2
Sample 1990 2018
Observations 29

Mean	59.30907
Median	61.77114
Maximum	82.00000
Minimum	33.00584
Std. Dev.	14.86128
Skewness	-0.115004
Kurtosis	1.963995
Jarque-Bera	1.360838
Probability	0.506405



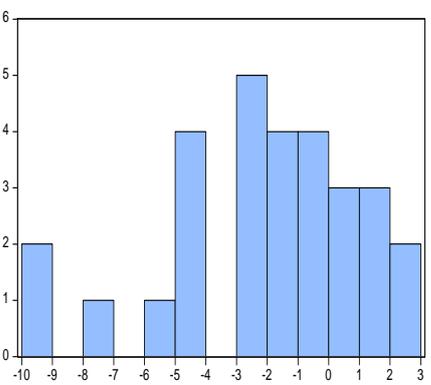
Series: DFI
Sample 1990 2018
Observations 29

Mean	0.835286
Median	0.806799
Maximum	2.033266
Minimum	-0.241789
Std. Dev.	0.642502
Skewness	0.138072
Kurtosis	2.165073
Jarque-Bera	0.934474
Probability	0.626731



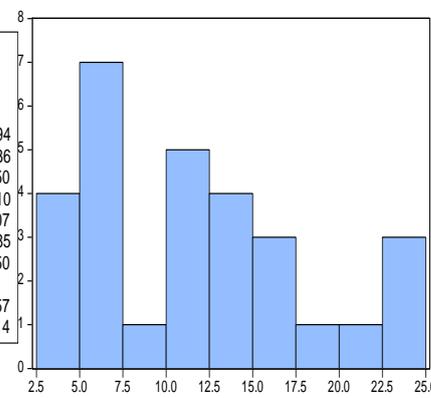
Series: ER
Sample 1990 2018
Observations 29

Mean	67.22961
Median	72.64742
Maximum	116.5900
Minimum	8.957508
Std. Dev.	26.60234
Skewness	-0.402462
Kurtosis	2.994062
Jarque-Bera	0.782923
Probability	0.676068



Series: CCA
Sample 1990 2018
Observations 29

Mean	-2.032694
Median	-1.621736
Maximum	2.521750
Minimum	-9.793110
Std. Dev.	3.177107
Skewness	-0.895485
Kurtosis	3.337750
Jarque-Bera	4.013657
Probability	0.134414



Series: CP
Sample 1990 2018
Observations 29

Mean	11.69101
Median	11.92910
Maximum	24.82980
Minimum	3.700000
Std. Dev.	6.388134
Skewness	0.585498
Kurtosis	2.351732
Jarque-Bera	2.164709
Probability	0.338797

الملحق رقم 26: اختبار استقرارية السلسلة "RES"

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.322289	0.6049		
Test critical values:	1% level	-3.689194		
	5% level	-2.971853		
	10% level	-2.625121		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(RES)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:11				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RES(-1)	-0.063985	0.048390	-1.322289	0.1976
C	4.918319	3.041729	1.616949	0.1180

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.643155	0.9992		
Test critical values:	1% level	-4.323979		
	5% level	-3.580623		
	10% level	-3.225334		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(RES)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:09				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RES(-1)	0.068850	0.107051	0.643155	0.5260
C	7.673893	3.590914	2.137031	0.0426
@TREND(1990)	-0.661762	0.477792	-1.385044	0.1783

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.003838	0.6755
Test critical values:	1% level	-2.650145
	5% level	-1.953381
	10% level	-1.609798

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 27: اختبار استقرارية السلسلة "OPEN"

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.609707	0.4646		
Test critical values:				
1% level	-3.689194			
5% level	-2.971853			
10% level	-2.625121			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(OPEN)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:16				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OPEN(-1)	-0.143989	0.089451	-1.609707	0.1195
C	8.939965	5.400369	1.655436	0.1099

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.189921	0.8932		
Test critical values:				
1% level	-4.323979			
5% level	-3.580623			
10% level	-3.225334			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(OPEN)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:15				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OPEN(-1)	-0.137805	0.115810	-1.189921	0.2453
C	8.729287	6.019355	1.450203	0.1594
@TREND(1990)	-0.010943	0.126286	-0.086653	0.9316

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.186106	0.7327
Test critical values:		
1% level	-2.650145	
5% level	-1.953381	
10% level	-1.609798	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 28: اختبار استقرارية السلسلة "M2"

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.578550	0.8602		
Test critical values:				
1% level	-3.689194			
5% level	-2.971853			
10% level	-2.625121			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(M2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:23				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2(-1)	-0.048377	0.083618	-0.578550	0.5679
C	3.530034	5.036388	0.700906	0.4896

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.493218	0.0596		
Test critical values:				
1% level	-4.323979			
5% level	-3.580623			
10% level	-3.225334			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(M2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:22				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2(-1)	-0.408558	0.116958	-3.493218	0.0018
C	13.28991	4.839425	2.746176	0.0110
@TREND(1990)	0.780602	0.206245	3.784828	0.0009

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.578550	0.8602
Test critical values:		
1% level	-3.689194	
5% level	-2.971853	
10% level	-2.625121	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 29: اختبار استقرارية السلسلة "INF"

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.496302	0.5207		
Test critical values:				
1% level	-3.689194			
5% level	-2.971853			
10% level	-2.625121			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(INF)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:27				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.150914	0.100858	-1.496302	0.1466
C	0.947940	1.330606	0.712412	0.4826

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.825014	0.6654		
Test critical values:				
1% level	-4.323979			
5% level	-3.580623			
10% level	-3.225334			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(INF)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:27				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.243998	0.133697	-1.825014	0.0800
C	4.202324	3.351666	1.253801	0.2215
@TREND(1990)	-0.165309	0.156325	-1.057468	0.3004

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.408185	0.1446
Test critical values:		
1% level	-2.650145	
5% level	-1.953381	
10% level	-1.609798	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 30: اختبار استقرارية السلسلة "ER"

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.261667	0.6327		
Test critical values:				
1% level	3.689194			
5% level	-2.971853			
10% level	-2.625121			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(ER)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:32				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ER(-1)	-0.053978	0.042783	-1.261667	0.2183
C	7.377808	2.995893	2.462641	0.0207

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.242194	0.1022		
Test critical values:				
1% level	-4.440739			
5% level	-3.632896			
10% level	-3.254671			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(ER)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:31				
Sample (adjusted): 1997 2018				
Included observations: 22 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ER(-1)	-0.496519	0.153143	-3.242194	0.0064
D(ER(-1))	0.338494	0.205021	1.651023	0.1227
D(ER(-2))	-0.010768	0.211011	-0.051030	0.9601
D(ER(-3))	0.360216	0.203531	1.769831	0.1002
D(ER(-4))	0.375356	0.304824	1.231387	0.2400
D(ER(-5))	0.285684	0.262055	1.090165	0.2954
D(ER(-6))	0.727616	0.285104	2.552108	0.0241
C	6.629126	6.251484	1.060409	0.3083
@TREND(1990)	1.587515	0.409371	3.877942	0.0019

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	2.690897	0.9973
Test critical values:		
1% level	-2.650145	
5% level	-1.953381	
10% level	-1.609798	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 31: اختبار استقرارية السلسلة "DFI"

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.661868	0.0932		
Test critical values:				
1% level	-3.689194			
5% level	-2.971853			
10% level	-2.625121			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DFI)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:44				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DFI(-1)	-0.394416	0.148173	-2.661868	0.0131
C	0.359364	0.156126	2.301765	0.0296

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.632686	0.2698		
Test critical values:				
1% level	-4.323979			
5% level	-3.580623			
10% level	-3.225334			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DFI)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:44				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DFI(-1)	-0.433292	0.164582	-2.632686	0.0143
C	0.282468	0.206957	1.364867	0.1845
@TREND(1990)	0.007542	0.013091	0.576148	0.5697

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.275741	0.1813
Test critical values:		
1% level	-2.650145	
5% level	-1.953381	
10% level	-1.609798	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 32: اختبار استقرارية السلسلة "CP"

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.555624	0.9857		
Test critical values:				
1% level	-3.689194			
5% level	-2.971853			
10% level	-2.625121			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(CP)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:48				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CP(-1)	0.028904	0.052021	0.555624	0.5832
C	0.403854	0.658736	0.613075	0.5452

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.754523	0.6993		
Test critical values:				
1% level	-4.323979			
5% level	-3.580623			
10% level	-3.225334			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(CP)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:47				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CP(-1)	-0.236683	0.134899	-1.754523	0.0916
C	0.383276	0.618904	0.619282	0.5413
@TREND(1990)	0.206961	0.097981	2.112261	0.0448

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	2.399709	0.9947
Test critical values:		
1% level	-2.650145	
5% level	-1.953381	
10% level	-1.609798	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 33: اختبار استقرارية السلسلة "CCA"

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.307742	0.1766		
Test critical values:	1% level	-3.689194		
	5% level	-2.971853		
	10% level	-2.625121		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(CCA)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:52				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CCA(-1)	-0.351290	0.152222	-2.307742	0.0292
C	-0.637439	0.576925	-1.104892	0.2793

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.279970	0.0903		
Test critical values:	1% level	-4.323979		
	5% level	-3.580623		
	10% level	-3.225334		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(CCA)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:52				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CCA(-1)	-0.579413	0.176652	-3.279970	0.0031
C	-3.291494	1.331824	-2.471419	0.0206
@TREND(1990)	0.149631	0.068654	2.179507	0.0389

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.030448	0.0424
Test critical values:	1% level	-2.650145
	5% level	-1.953381
	10% level	-1.609798

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 34: اختبار استقرارية السلسلة "RES" بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.546492	0.0143		
Test critical values:				
1% level	-3.699871			
5% level	-2.976263			
10% level	-2.627420			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(RES,2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:12				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RES(-1))	-0.709348	0.200014	-3.546492	0.0016
C	0.948368	1.845755	0.513810	0.6119

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.908267	0.0257		
Test critical values:				
1% level	-4.339330			
5% level	-3.587527			
10% level	-3.229230			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(RES,2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:11				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RES(-1))	-0.793097	0.202928	-3.908267	0.0007
C	6.406482	4.050267	1.581743	0.1268
@TREND(1990)	-0.352033	0.233990	-1.504479	0.1455

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.573643	0.0009
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 35: اختبار استقرارية السلسلة "OPEN" بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.859641	0.0006		
Test critical values:				
1% level	-3.699871			
5% level	-2.976263			
10% level	-2.627420			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(OPEN.2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:17				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(OPEN(-1))	-0.959841	0.197513	-4.859641	0.0001
C	0.181623	0.844480	0.215071	0.8315

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.840694	0.0032		
Test critical values:				
1% level	-4.339330			
5% level	-3.587527			
10% level	-3.229230			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(OPEN.2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:16				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(OPEN(-1))	-0.996076	0.205771	-4.840694	0.0001
C	1.402968	1.905719	0.736188	0.4688
@TREND(1990)	-0.080802	0.112750	-0.716647	0.4805

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.947077	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 36: اختبار استقرارية السلسلة "M2" بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.196614	0.0002		
Test critical values:				
1% level	-3.699871			
5% level	-2.976263			
10% level	-2.627420			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(M2.2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:24				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2(-1))	-0.942479	0.181364	-5.196614	0.0000
C	1.157206	1.133013	1.021353	0.3169

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.130810	0.0016		
Test critical values:				
1% level	-4.339330			
5% level	-3.587527			
10% level	-3.229230			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(M2.2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:24				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2(-1))	-0.973298	0.189697	-5.130810	0.0000
C	-0.282071	2.516446	-0.112091	0.9117
@TREND(1990)	0.097254	0.151364	0.642515	0.5266

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.115176	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 37: اختبار استقرارية السلسلة "INF" بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.391895	0.0002		
Test critical values:				
1% level	-3.699871			
5% level	-2.976263			
10% level	-2.627420			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(INF.2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:29				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-1.003381	0.186091	-5.391895	0.0000
C	-0.801755	0.961795	-0.833603	0.4124

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.402837	0.0009		
Test critical values:				
1% level	-4.339330			
5% level	-3.587527			
10% level	-3.229230			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(INF.2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:28				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-1.011448	0.187207	-5.402837	0.0000
C	-2.427604	2.097203	-1.157544	0.2584
@TREND(1990)	0.108170	0.123833	0.873512	0.3910

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.374260	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملاحق رقم 38: اختبار استقرارية السلسلة "ER" بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.745633	0.0090		
Test critical values:				
1% level	-3.699871			
5% level	-2.976263			
10% level	-2.627420			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(ER.2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:42				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ER(-1))	-0.701200	0.187205	-3.745633	0.0009
C	2.505030	1.276549	1.962346	0.0609

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.641437	0.0448		
Test critical values:				
1% level	-4.339330			
5% level	-3.587527			
10% level	-3.229230			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(ER.2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:41				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ER(-1))	-0.701616	0.192676	-3.641437	0.0013
C	2.541811	2.557111	0.994016	0.3301
@TREND(1990)	-0.002347	0.140423	-0.016716	0.9868

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.031464	0.0038
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 39: اختبار استقرارية السلسلة "DFI" بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.823516	0.0000		
Test critical values:	1% level	-3.699871		
	5% level	-2.976263		
	10% level	-2.627420		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DFI,2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:46				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DFI(-1))	-1.301788	0.190780	-6.823516	0.0000
C	0.038210	0.106456	0.358928	0.7227

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.583102	0.0006		
Test critical values:	1% level	-4.356068		
	5% level	-3.595026		
	10% level	-3.233456		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DFI,2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:45				
Sample (adjusted): 1993 2018				
Included observations: 26 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DFI(-1))	-1.798636	0.322157	-5.583102	0.0000
D(DFI(-1),2)	0.365144	0.199053	1.834405	0.0802
C	0.278704	0.248889	1.19792	0.2749
@TREND(1990)	-0.014381	0.014389	-0.999460	0.3284

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.931261	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.653401
	5% level	-1.953858
	10% level	-1.609571

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملاحق رقم 40: اختبار استقرارية السلسلة "CP" بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.088591	0.0003		
Test critical values:				
1% level	-3.699871			
5% level	-2.976263			
10% level	-2.627420			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(CP.2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:49				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CP(-1))	-1.001690	0.196850	-5.088591	0.0000
C	0.783834	0.345733	2.267167	0.0323

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.181543	0.0014		
Test critical values:				
1% level	-4.339330			
5% level	-3.587527			
10% level	-3.229230			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(CP.2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 09:49				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CP(-1))	-1.057539	0.204097	-5.181543	0.0000
C	0.184351	0.680075	0.271075	0.7887
@TREND(1990)	0.042718	0.041746	1.023306	0.3164

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.233126	0.0001
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

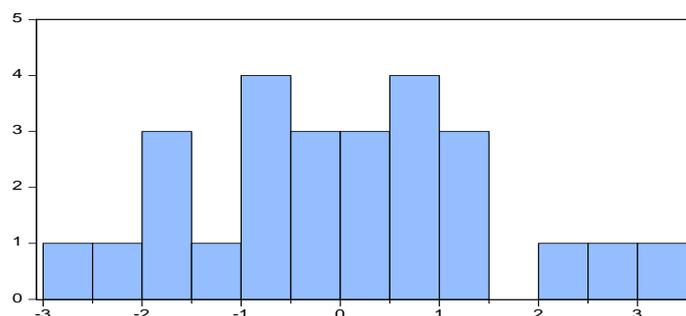
الملاحق رقم 41: أحسن 20 نموذج ARDL وفقا لمعيار Akaike

Model Selection Criteria Table						
Dependent Variable: RES						
Date: 03/25/21 Time: 10:20						
Sample: 1990 2018						
Included observations: 26						
Model	LogL	AIC*	BIC	HQ	Adj. R-sq	Specification
352	-47.457510	5.342885	6.407429	5.649435	0.987613	ARDL(3, 2, 1, 1, 1, 2, 2, 2)
1	-44.581448	5.352419	6.562127	5.700771	0.960285	ARDL(3, 2, 2, 2, 2, 2, 2, 2)
271	-46.803266	5.369482	6.482414	5.689966	0.984294	ARDL(3, 2, 1, 2, 1, 2, 2, 2)
4460	-49.928697	5.379131	6.346897	5.657812	0.990013	ARDL(1, 2, 2, 1, 2, 2, 1, 1)
244	-46.362434	5.412495	6.573815	5.746913	0.977227	ARDL(3, 2, 1, 2, 2, 2, 2, 2)
4457	-49.365743	5.412749	6.428904	5.705365	0.988523	ARDL(1, 2, 2, 1, 2, 2, 2, 1)
325	-47.429800	5.417677	6.530608	5.738161	0.983519	ARDL(3, 2, 1, 1, 2, 2, 2, 2)
109	-47.429808	5.417678	6.530609	5.738162	0.983519	ARDL(3, 2, 2, 1, 1, 2, 2, 2)
4379	-49.666545	5.435888	6.452043	5.728504	0.988255	ARDL(1, 2, 2, 2, 2, 2, 1, 1)
28	-46.794338	5.445718	6.607038	5.780136	0.976458	ARDL(3, 2, 2, 2, 1, 2, 2, 2)
2273	-49.848630	5.449895	6.466050	5.742510	0.988089	ARDL(2, 2, 2, 1, 2, 2, 1, 1)
4459	-49.865860	5.451220	6.467375	5.743836	0.988073	ARDL(1, 2, 2, 1, 2, 2, 1, 2)
4376	-49.171325	5.474717	6.539261	5.781267	0.985867	ARDL(1, 2, 2, 2, 2, 2, 2, 1)
2270	-49.359421	5.489186	6.553729	5.795736	0.985661	ARDL(2, 2, 2, 1, 2, 2, 2, 1)
4456	-49.362620	5.489432	6.553976	5.795982	0.985658	ARDL(1, 2, 2, 1, 2, 2, 2, 2)
82	-47.425810	5.494293	6.655613	5.828711	0.975286	ARDL(3, 2, 2, 1, 2, 2, 2, 2)
4378	-49.612676	5.508667	6.573211	5.815217	0.985379	ARDL(1, 2, 2, 2, 2, 2, 1, 2)
2192	-49.628641	5.509895	6.574439	5.816445	0.985361	ARDL(2, 2, 2, 2, 2, 2, 1, 1)
2272	-49.780188	5.521553	6.586096	5.828103	0.985189	ARDL(2, 2, 2, 1, 2, 2, 1, 2)
86	-49.823909	5.524916	6.589459	5.831466	0.985140	ARDL(3, 2, 2, 1, 2, 2, 1, 1)

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 42: نتائج تقدير نموذج ARDL (3,2,1,1,1,2,2,2) الأمثل

Dependent Variable: RES				
Method: ARDL				
Date: 03/24/21 Time: 14:49				
Sample (adjusted): 1993 2018				
Included observations: 26 after adjustments				
Maximum dependent lags: 3 (Automatic selection)				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Dynamic regressors (2 lags, automatic): OPEN M2 INF ER DFI CP CCA				
Fixed regressors: C				
Number of models evaluated: 6561				
Selected Model: ARDL(3, 2, 1, 1, 1, 2, 2, 2)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
RES(-1)	0.300811	0.229721	1.309461	0.2605
RES(-2)	0.363853	0.238721	1.524175	0.2021
RES(-3)	-0.484334	0.256554	-1.887842	0.1321
OPEN	0.760544	0.389359	1.953322	0.1225
OPEN(-1)	0.689860	0.508427	1.356852	0.2463
OPEN(-2)	3.802579	1.307836	2.907535	0.0438
M2	-1.392983	0.648700	-2.147346	0.0983
M2(-1)	-3.589019	1.250314	-2.870493	0.0454
INF	2.806793	0.979929	2.864281	0.0457
INF(-1)	-0.868502	0.354672	-2.448746	0.0705
ER	-0.997069	0.562388	-1.772921	0.1509
ER(-1)	1.864137	0.883538	2.109854	0.1025
DFI	-30.52760	10.38942	-2.938337	0.0425
DFI(-1)	-10.70320	5.550247	-1.928418	0.1260
DFI(-2)	11.11036	4.333882	2.563604	0.0624
CP	11.94296	3.894599	3.066543	0.0374
CP(-1)	-1.451937	1.120020	-1.296348	0.2646
CP(-2)	-4.329485	1.687333	-2.565875	0.0622
CCA	1.756371	0.637726	2.754117	0.0512
CCA(-1)	2.959542	1.313002	2.254027	0.0873
CCA(-2)	2.126965	0.807113	2.635275	0.0579
C	-89.26471	39.43565	-2.263554	0.0863
R-squared	0.998018	Mean dependent var		56.64441
Adjusted R-squared	0.987613	S.D. dependent var		34.39097
S.E. of regression	3.827651	Akaike info criterion		5.342885
Sum squared resid	58.60366	Schwarz criterion		6.407429
Log likelihood	-47.45751	Hannan-Quinn criter.		5.649435
F-statistic	95.91425	Durbin-Watson stat		2.849458
Prob(F-statistic)	0.000234			
*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.				

الملحق رقم 43: اختبار *Jaque-Bera*

Series: Residuals	
Sample 1993 2018	
Observations 26	
Mean	1.48e-14
Median	-0.039721
Maximum	3.449660
Minimum	-2.679927
Std. Dev.	1.531061
Skewness	0.299702
Kurtosis	2.666612
Jarque-Bera	0.509636
Probability	0.775058

الملحق رقم 44: اختبار *R. RESET, Breusch-Godfrey*

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	4.394753	Prob. F(2,2)	0.1854
Obs*R-squared	21.18050	Prob. Chi-Square(2)	0.0000
Ramsey RESET Test			
Equation: EQ01			
Specification: RES RES(-1) RES(-2) RES(-3) OPEN OPEN(-1) OPEN(-2)			
M2 M2(-1) INF INF(-1) ER ER(-1) DFI DFI(-1) DFI(-2) CP CP(-1) CP(-2)			
CCA CCA(-1) CCA(-2) C			
Omitted Variables: Squares of fitted values			
	Value	df	Probability
t-statistic	1.784636	3	0.1723
F-statistic	3.184927	(1, 3)	0.1723

الملحق رقم 45: اختبار *Bounds teste*

ARDL Bounds Test		
Date: 03/25/21 Time: 11:17		
Sample: 1993 2018		
Included observations: 26		
Null Hypothesis: No long-run relationships exist		
Test Statistic	Value	k
F-statistic	6.695548	7
Critical Value Bounds		
Significance	10 Bound	11 Bound
10%	2.03	3.13
5%	2.32	3.5
2.5%	2.6	3.84
1%	2.96	4.26

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

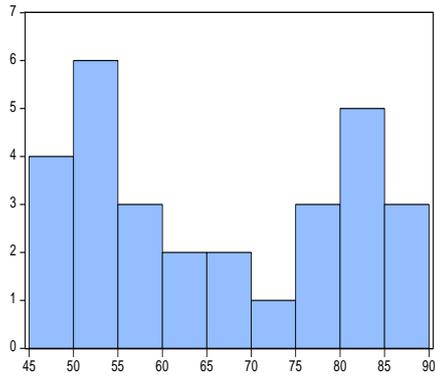
الملحق رقم 46: نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل بين المتغيرات في الجزائر

Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RES(-1))	0.120482	0.226533	0.531851	0.6230
D(RES(-2))	0.484334	0.256554	1.887842	0.1321
D(OPEN)	0.760544	0.389359	1.953322	0.1225
D(OPEN(-1))	-3.802579	1.307836	-2.907535	0.0438
D(M2)	-1.392983	0.648700	-2.147346	0.0983
D(INF)	2.806793	0.979929	2.864281	0.0457
D(ER)	-0.997069	0.562388	-1.772921	0.1509
D(DFI)	-30.527602	10.389415	-2.938337	0.0425
D(DFI(-1))	-11.110359	4.333882	-2.563604	0.0624
D(CP)	11.942956	3.894599	3.066543	0.0374
D(CP(-1))	4.329485	1.687333	2.565875	0.0622
D(CCA)	1.756371	0.637726	2.754117	0.0512
D(CCA(-1))	-2.126965	0.807113	-2.635275	0.0579
CointEq(-1)	-0.819670	0.186984	-4.383651	0.0118

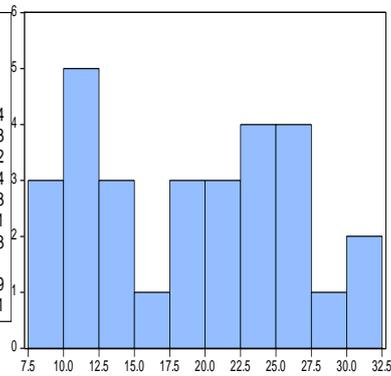
Cointeq = RES - (6.4087*OPEN -6.0781*M2 + 2.3647*INF + 1.0578*ER -36.7470*DFI + 7.5171*CP + 8.3483*CCA -108.9032)

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

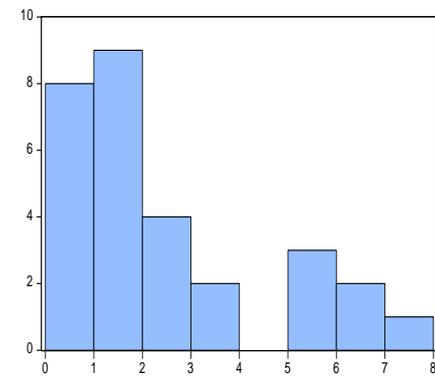
الملحق رقم 47:



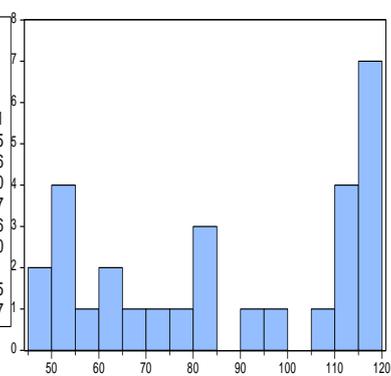
Series: OPEN	
Sample 1990 2018	
Observations 29	
Mean	65.94954
Median	61.59653
Maximum	87.99012
Minimum	47.09554
Std. Dev.	14.07283
Skewness	0.149331
Kurtosis	1.466723
Jarque-Bera	2.948499
Probability	0.228951



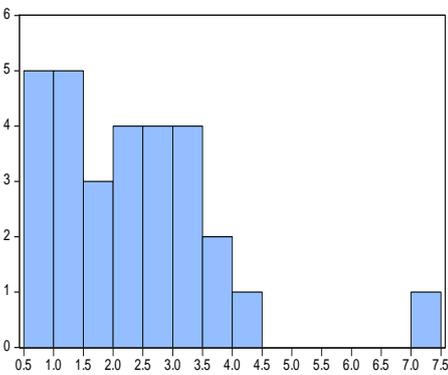
Series: RES	
Sample 1990 2018	
Observations 29	
Mean	19.06456
Median	19.89476
Maximum	31.26666
Minimum	7.745280
Std. Dev.	7.101355
Skewness	-0.016396
Kurtosis	1.656173
Jarque-Bera	2.183392
Probability	0.335647



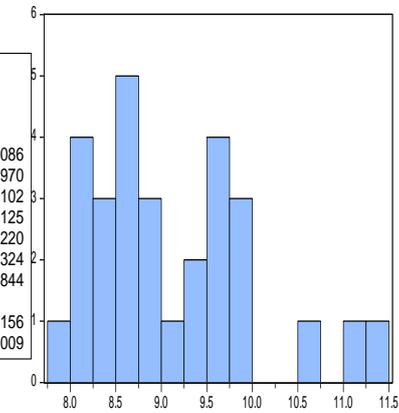
Series: INF	
Sample 1990 2018	
Observations 29	
Mean	2.577901
Median	1.880655
Maximum	7.986166
Minimum	0.442310
Std. Dev.	2.082587
Skewness	1.148206
Kurtosis	3.186190
Jarque-Bera	6.414045
Probability	0.040477



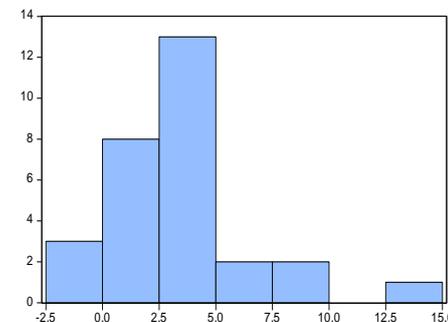
Series: M2	
Sample 1990 2018	
Observations 29	
Mean	87.05212
Median	84.32496
Maximum	119.3489
Minimum	46.15091
Std. Dev.	27.44435
Skewness	-0.145086
Kurtosis	1.389403
Jarque-Bera	3.236187
Probability	0.198276



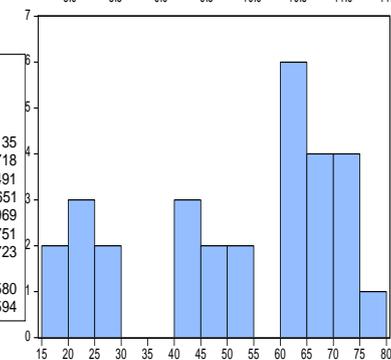
Series: DFI	
Sample 1990 2018	
Observations 29	
Mean	2.304086
Median	2.120970
Maximum	7.158102
Minimum	0.547125
Std. Dev.	1.382220
Skewness	1.465324
Kurtosis	6.267844
Jarque-Bera	23.28156
Probability	0.000009



Series: ER	
Sample 1990 2018	
Observations 29	
Mean	9.097563
Median	8.865008
Maximum	11.30298
Minimum	7.750325
Std. Dev.	0.880868
Skewness	0.819813
Kurtosis	3.160905
Jarque-Bera	3.279737
Probability	0.194006



Series: CCA	
Sample 1990 2018	
Observations 29	
Mean	3.283135
Median	3.073718
Maximum	13.51491
Minimum	-1.539651
Std. Dev.	3.099969
Skewness	1.269751
Kurtosis	5.417723
Jarque-Bera	14.85580
Probability	0.000594



Series: CP	
Sample 1990 2018	
Observations 29	
Mean	51.45793
Median	61.65000
Maximum	77.89000
Minimum	16.79000
Std. Dev.	19.08726
Skewness	-0.520231
Kurtosis	1.852735
Jarque-Bera	2.898524
Probability	0.234744

الملحق رقم 48: اختبار استقرارية السلسلة "RES"

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.723767	0.4089		
Test critical values:				
1% level	-3.689194			
5% level	-2.971853			
10% level	-2.625121			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(RES)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 11:16				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RES(-1)	-0.135315	0.078499	-1.723767	0.0966
C	3.035826	1.592398	1.906450	0.0677

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.295105	0.8683		
Test critical values:				
1% level	-4.323979			
5% level	-3.580623			
10% level	-3.225334			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(RES)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 11:16				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RES(-1)	-0.140058	0.108144	-1.295105	0.2071
C	3.036140	1.623802	1.869771	0.0733
@TREND(1990)	0.006194	0.094974	0.065223	0.9485

تقدير النموذج 01

Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.170061	0.7279
Test critical values:		
1% level	-2.650145	
5% level	-1.953381	
10% level	-1.609798	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 49: اختبار استقرارية السلسلة "OPEN"

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.531774	0.8704		
Test critical values:				
1% level	-3.689194			
5% level	-2.971853			
10% level	-2.625121			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(OPEN)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 11:21				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OPEN(-1)	-0.040860	0.076837	-0.531774	0.5994
C	3.854076	5.111943	0.753936	0.4577

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.634327	0.0448		
Test critical values:				
1% level	-4.323979			
5% level	-3.580623			
10% level	-3.225334			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(OPEN)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 11:20				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OPEN(-1)	-0.598305	0.164626	-3.634327	0.0013
C	25.63688	7.277252	3.522879	0.0017
@TREND(1990)	1.002871	0.273486	3.666992	0.0012

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.032899	0.9165
Test critical values:		
1% level	-2.650145	
5% level	-1.953381	
10% level	-1.609798	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 50: اختبار استقرارية السلسلة "M2"

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.010599	0.7354		
Test critical values:	1% level	-3.689194		
	5% level	-2.971853		
	10% level	-2.625121		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(M2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 11:24				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2(-1)	-0.023924	0.023674	-1.010599	0.3215
C	4.668175	2.129761	2.191877	0.0375

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.708495	0.9625		
Test critical values:	1% level	-4.323979		
	5% level	-3.580623		
	10% level	-3.225334		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(M2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 11:24				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2(-1)	-0.078027	0.110131	-0.708495	0.4852
C	6.655230	4.500261	1.478854	0.1517
@TREND(1990)	0.183472	0.364481	0.503377	0.6191

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	3.409728	0.9996
Test critical values:	1% level	-2.650145
	5% level	-1.953381
	10% level	-1.609798

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 51: اختبار استقرارية السلسلة "INF"

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.644810	0.0963		
Test critical values:				
1% level	-3.689194			
5% level	-2.971853			
10% level	-2.625121			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(INF)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 11:28				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.328881	0.124350	-2.644810	0.0137
C	0.681718	0.414094	1.646289	0.1117

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.968522	0.1581		
Test critical values:				
1% level	-4.323979			
5% level	-3.580623			
10% level	-3.225334			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(INF)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 11:27				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.518702	0.174734	-2.968522	0.0065
C	2.160298	1.059143	2.039666	0.0521
@TREND(1990)	-0.067913	0.044965	-1.510357	0.1435

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.003422	0.0041
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 52: اختبار استقرارية السلسلة "ER"

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.266850	0.1892		
Test critical values:				
1% level	-3.699871			
5% level	-2.976263			
10% level	-2.627420			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(ER)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 11:30				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ER(-1)	-0.280324	0.123662	-2.266850	0.0327
D(ER(-1))	0.335244	0.190298	1.761675	0.0909
C	2.563319	1.129222	2.269986	0.0325

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.265767	0.4370		
Test critical values:				
1% level	-4.339330			
5% level	-3.587527			
10% level	-3.229230			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(ER)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 11:30				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ER(-1)	-0.288551	0.127353	-2.265767	0.0332
D(ER(-1))	0.336999	0.193694	1.739854	0.0953
C	2.724466	1.211365	2.249089	0.0344
@TREND(1990)	-0.005748	0.013674	-0.420356	0.6781

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.200347	0.7370
Test critical values:		
1% level	-2.650145	
5% level	-1.953381	
10% level	-1.609798	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 53: اختبار استقرارية السلسلة "DFI"

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.607934	0.0001		
Test critical values:	1% level	-3.689194		
	5% level	-2.971853		
	10% level	-2.625121		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DFI)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 13:22				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DFI(-1)	-1.068873	0.190600	-5.607934	0.0000
C	2.523798	0.507379	4.974185	0.0000

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.547027	0.0000		
Test critical values:	1% level	-4.323979		
	5% level	-3.580623		
	10% level	-3.225334		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DFI)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 13:22				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DFI(-1)	-1.255244	0.191727	-6.547027	0.0000
C	1.813382	0.552685	3.281040	0.0030
@TREND(1990)	0.078287	0.032651	2.397719	0.0243

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.473584	0.5009
Test critical values:	1% level	-2.653401
	5% level	-1.953858
	10% level	-1.609571

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 54: اختبار استقرارية السلسلة "CP"

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.886122	0.3336		
Test critical values:				
1% level	3.689194			
5% level	2.971853			
10% level	-2.625121			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(CP) Method: Least Squares Date: 03/23/21 Time: 13:26 Sample (adjusted): 1991 2018 Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CP(-1)	-0.089934	0.047682	-1.886122	0.0705
C	6.197218	2.599022	2.384442	0.0247

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.025701	0.9936		
Test critical values:				
1% level	-4.339330			
5% level	-3.587527			
10% level	-3.229230			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(CP) Method: Least Squares Date: 03/23/21 Time: 13:25 Sample (adjusted): 1992 2018 Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CP(-1)	-0.003281	0.127643	-0.025701	0.9797
D(CP(-1))	-0.343983	0.216678	-1.587529	0.1260
C	6.286292	3.157354	1.991000	0.0585
@TREND(1990)	-0.264513	0.310112	-0.852961	0.4025

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.924871	0.9007
Test critical values:		
1% level	-2.850145	
5% level	-1.953381	
10% level	-1.609798	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 55: اختبار استقرارية السلسلة "CCA"

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.979120	0.0492		
Test critical values:	1% level	-3.689194		
	5% level	-2.971853		
	10% level	-2.625121		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(CCA)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 13:46				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CCA(-1)	-0.492948	0.165467	-2.979120	0.0062
C	1.528441	0.742773	2.057751	0.0498

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.267292	0.0924		
Test critical values:	1% level	-4.323979		
	5% level	-3.580623		
	10% level	-3.225334		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(CCA)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 13:34				
Sample (adjusted): 1991 2018				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CCA(-1)	-0.552153	0.168994	-3.267292	0.0031
C	0.469524	1.080262	0.434639	0.6676
@TREND(1990)	0.086304	0.064754	1.332789	0.1946

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.040373	0.0415
Test critical values:	1% level	-2.650145
	5% level	-1.953381
	10% level	-1.609798

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 56: اختبار استقرارية السلسلة "RES" بعد إجراء الفروق من الدرجة الاولى

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.407767	0.0018		
Test critical values:				
1% level	-3.699871			
5% level	-2.976263			
10% level	-2.627420			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(RES.2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 11:18				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RES(-1))	-0.892128	0.202399	-4.407767	0.0002
C	0.319652	0.613185	0.521298	0.6067

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.443115	0.0079		
Test critical values:				
1% level	-4.339330			
5% level	-3.587527			
10% level	-3.229230			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(RES.2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 11:17				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RES(-1))	-0.915512	0.206052	-4.443115	0.0002
C	1.267024	1.346356	0.941076	0.3560
@TREND(1990)	-0.062227	0.078574	-0.791959	0.4361

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.453992	0.0001
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 57: اختبار استقرارية السلسلة "M2" بعد إجراء الفروق من الدرجة الاولى

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.171255	0.2207		
Test critical values:				
1% level	-3.711457			
5% level	-2.981038			
10% level	-2.629906			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(M2.2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 11:25				
Sample (adjusted): 1993 2018				
Included observations: 26 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2(-1))	-0.601779	0.277157	-2.171255	0.0405
D(M2(-1).2)	-0.370873	0.197390	-1.878884	0.0730
C	1.521542	1.013548	1.501203	0.1469

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.893982	0.0028		
Test critical values:				
1% level	-4.339330			
5% level	-3.587527			
10% level	-3.229230			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(M2.2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 11:25				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2(-1))	-0.997015	0.203723	-4.893982	0.0001
C	3.924631	1.618776	2.424444	0.0232
@TREND(1990)	-0.085358	0.086571	-0.985988	0.3340

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.544517	0.1129
Test critical values:		
1% level	-2.656915	
5% level	-1.954414	
10% level	-1.609329	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 58: اختبار استقرارية السلسلة "ER" بعد إجراء الفروق من الدرجة الاولى

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.093828	0.0039		
Test critical values:				
1% level	-3.699871			
5% level	-2.976263			
10% level	-2.627420			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(ER,2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 11:31				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ER(-1))	-0.799184	0.195217	-4.093828	0.0004
C	0.014387	0.112102	0.128335	0.8989

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.011813	0.0206		
Test critical values:				
1% level	-4.339330			
5% level	-3.587527			
10% level	-3.229230			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(ER,2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 11:31				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ER(-1))	-0.799560	0.199301	-4.011813	0.0005
C	0.029204	0.247736	0.117885	0.9071
@TREND(1990)	-0.000986	0.014629	-0.067433	0.9468

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.179604	0.0002
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 59: اختبار استقرارية السلسلة "CP" بعد إجراء الفروق من الدرجة الاولى

تقدير النموذج 02

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.210599	0.0000		
Test critical values:				
1% level	-3.699871			
5% level	-2.976263			
10% level	-2.627420			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(CP.2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 13:30				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CP(-1))	-1.219808	0.196407	-6.210599	0.0000
C	1.933507	1.033673	1.870520	0.0732

تقدير النموذج 03

	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.043769	0.0000		
Test critical values:				
1% level	-4.339330			
5% level	-3.587527			
10% level	-3.229230			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(CP.2)				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/21 Time: 13:28				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CP(-1))	-1.346397	0.191147	-7.043769	0.0000
C	6.228115	2.154815	2.890325	0.0080
@TREND(1990)	-0.271810	0.122084	-2.226425	0.0356

تقدير النموذج 01

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.658840	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.653401	
5% level	-1.953858	
10% level	-1.609571	

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 60: أحسن 20 نموذج ARDL وفقا لمعيار Akaike.

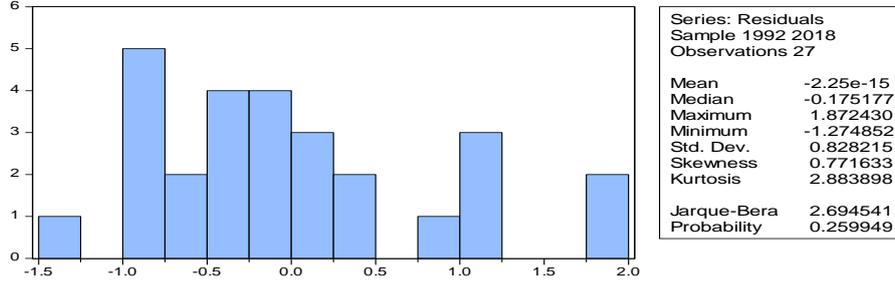
Model Selection Criteria Table						
Dependent Variable: RES						
Date: 03/25/21 Time: 14:48						
Sample: 1990 2018						
Included observations: 27						
Model	LogL	AIC*	BIC	HQ	Adj. R-sq	Specification
5644	-31.99112	3.845470	4.716460	4.096284	0.950192	ARDL(1, 1, 0, 2, 0, 2, 2, 2)
3162	-30.176671	3.859744	4.827510	4.138426	0.942241	ARDL(2, 1, 1, 2, 2, 2, 2, 0)
5239	-31.329251	3.871481	4.790859	4.136228	0.945902	ARDL(1, 1, 2, 1, 0, 2, 2, 2)
4510	-30.330877	3.871606	4.839373	4.150288	0.941551	ARDL(1, 2, 2, 1, 0, 2, 2, 2)
4915	-31.335576	3.871967	4.791346	4.136715	0.945876	ARDL(1, 2, 0, 2, 0, 2, 2, 2)
5725	-33.357257	3.873635	4.696237	4.110515	0.950820	ARDL(1, 1, 0, 1, 0, 2, 2, 2)
4653	-33.379465	3.875343	4.697945	4.112223	0.950736	ARDL(1, 2, 1, 2, 1, 2, 0, 0)
5158	-30.400258	3.876943	4.844709	4.155625	0.941239	ARDL(1, 1, 2, 2, 0, 2, 2, 2)
2433	-29.436183	3.879706	4.895861	4.172322	0.934526	ARDL(2, 2, 1, 2, 2, 2, 2, 0)
5499	-37.482330	3.883256	4.512304	4.064399	0.953238	ARDL(1, 1, 1, 1, 0, 1, 0, 0)
5698	-32.551274	3.888560	4.759549	4.139373	0.947999	ARDL(1, 1, 0, 1, 1, 2, 2, 2)
5490	-36.555776	3.888906	4.566342	4.083983	0.952826	ARDL(1, 1, 1, 1, 0, 2, 0, 0)
5382	-34.586787	3.891291	4.665505	4.114237	0.951348	ARDL(1, 1, 1, 2, 1, 2, 0, 0)
5401	-31.614646	3.893434	4.812813	4.158182	0.944701	ARDL(1, 1, 1, 2, 0, 2, 2, 2)
2439	-31.620701	3.893900	4.813278	4.158648	0.944676	ARDL(2, 2, 1, 2, 2, 2, 0, 0)
3405	-31.666954	3.897458	4.816836	4.162206	0.944478	ARDL(2, 1, 0, 2, 2, 2, 2, 0)
5391	-35.711271	3.900867	4.626692	4.109878	0.951774	ARDL(1, 1, 1, 2, 1, 1, 0, 0)
2460	-30.723421	3.901802	4.869568	4.180483	0.939760	ARDL(2, 2, 1, 2, 1, 2, 2, 0)
1945	-29.757288	3.904407	4.920562	4.197023	0.932889	ARDL(3, 0, 0, 2, 2, 2, 2, 2)
3168	-32.759047	3.904542	4.775532	4.155356	0.947161	ARDL(2, 1, 1, 2, 2, 2, 0, 0)

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 61: نتائج تقدير نموذج $ARDL(1,1,0,2,0,2,2,2)$ الأمثل

Dependent Variable: RES				
Method: ARDL				
Date: 03/25/21 Time: 14:46				
Sample (adjusted): 1992 2018				
Included observations: 27 after adjustments				
Maximum dependent lags: 3 (Automatic selection)				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Dynamic regressors (2 lags, automatic): OPEN M2 INF ER DFI CP CCA				
Fixed regressors: C				
Number of models evaluated: 6561				
Selected Model: ARDL(1, 1, 0, 2, 0, 2, 2, 2)				
Note: final equation sample is larger than selection sample				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
RES(-1)	0.933307	0.147666	6.320390	0.0001
OPEN	-0.439537	0.112199	-3.917470	0.0035
OPEN(-1)	-0.222177	0.108221	-2.053004	0.0703
M2	0.349433	0.117211	2.981234	0.0154
INF	0.416153	0.390248	1.066380	0.3140
INF(-1)	0.999687	0.396931	2.518538	0.0328
INF(-2)	-0.311741	0.309731	-1.006491	0.3405
ER	2.534922	0.886721	2.858761	0.0188
DFI	0.701799	0.416020	1.686935	0.1259
DFI(-1)	0.173643	0.431381	0.402529	0.6967
DFI(-2)	-0.802336	0.419032	-1.914737	0.0878
CP	0.151000	0.110441	1.367245	0.2047
CP(-1)	0.112600	0.081492	1.381722	0.2004
CP(-2)	-0.169403	0.092183	-1.837683	0.0993
CCA	0.085286	0.154156	0.553243	0.5936
CCA(-1)	-0.189773	0.165162	-1.149011	0.2802
CCA(-2)	0.410353	0.219153	1.872446	0.0939
C	-18.24948	12.12778	-1.504767	0.1666
R-squared	0.985057	Mean dependent var		19.80569
Adjusted R-squared	0.956832	S.D. dependent var		6.775313
S.E. of regression	1.407694	Akaike info criterion		3.756504
Sum squared resid	17.83443	Schwarz criterion		4.620396
Log likelihood	-32.71281	Hannan-Quinn criter.		4.013384
F-statistic	34.90020	Durbin-Watson stat		2.597445
Prob(F-statistic)	0.000004			
*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.				

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"

الملحق رقم 62: اختبار *Jaque-Bera*الملحق رقم 63: اختبار *R. RESET Breusch-Godfrey*

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.048091	Prob. F(2,7)	0.3998
Obs*R-squared	6.222052	Prob. Chi-Square(2)	0.0446

Ramsey RESET Test

Equation: EQ01

Specification: RES RES(-1) OPEN OPEN(-1) M2 INF INF(-1) INF(-2) ER
DFI DFI(-1) DFI(-2) CP CP(-1) CP(-2) CCA CCA(-1) CCA(-2) C

Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	0.446682	8	0.6669
F-statistic	0.199525	(1, 8)	0.6669

الملحق رقم 64: اختبار *Bounds teste*

ARDL Bounds Test		
Date: 03/25/21 Time: 14:50		
Sample: 1992 2018		
Included observations: 27		
Null Hypothesis: No long-run relationships exist		
Test Statistic	Value	k
F-statistic	2.577733	7
Critical Value Bounds		
Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	2.03	3.13
5%	2.32	3.5
2.5%	2.6	3.84
1%	2.96	4.26

المصدر: مخرجات برنامج "Eviews9.5"